

证券研究报告

2019年12月11日

行业报告 | 行业深度研究

电气设备

宁德时代：能源革命大作手，估值重塑正当时

作者：

分析师 杨藻 SAC执业证书编号：S1110517060001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- 动力电池行业的投资逻辑在于“强者恒强”，优选自身有造血功能的企业。动力电池行业优势在于成长性，远期市场空间巨大，劣势在于现金流较差。电池厂扩张伴随着大量的资金投入，长期看只依赖融资不可持续，因此只有拥有自身造血能力的企业才有望充分享受市场成长红利。目前国内拥有自身造血能力的电池企业只有宁德时代，其自由现金流/收入为产业最优，主要源于其超强的市场地位。
- 市场担心海外电池巨头进入国内，宁德可能面临“业绩和估值双杀”，但我们认为核心还是看公司的“内功”。首先，对比四家的战略布局与客户拓展，LG化学将是宁德时代最大的竞争对手。与LG化学相比，成本较低是宁德主要竞争优势——背后反应的是供应链整合能力、材料创新能力、管理效率能力。供应链整合方面，**宁德大力布局上游核心资源**，且管理层眼光卓越，布局节奏精准。材料创新的背后是研发的大力投入，公司的核心发明专利中，40%以上集中于电极材料，同时自2019年起，**宁德的研发投入已大幅超越LG化学**。管理效率方面，**公司的人力投入产出比高于LGC**，一方面有国内人口红利的天然优势，另一方面体现公司管理能力较强。
- 复盘本轮公司股价上涨，主要源于市场对公司海外竞争力的重新评估。2020年欧洲碳排政策即将实施，欧洲市场放量可能性较高，公司已进入主要欧洲车企供应链，其中宝马确认为A供，订单从40亿欧元增加至73亿欧元，表明公司的竞争力得到国际车企的充分认可，客户结构逐步优化。
- 下一个预期差主要来自国内，明年合资车企放量，宁德或为最大赢家。市场对明年国内销量预期较悲观，但明年双积分政策托底乘用车销量（约130万），约24%的增速，主要增量来自于国产Model 3（保守增加10万辆）与合资车企（增加20万辆），合资车企推出的新车型基本为宁德时代配套，明年或受益最大。
- 目前宁德正处于估值重估阶段：当前市场倾向于给拥有核心竞争力的公司更高的估值中枢，由于市场担忧公司较日韩动力巨头是否拥有竞争优势，因此估值一直处于35-50区间，估值中枢约43。我们认为市场正处于对宁德竞争力重估的阶段，公司确认宝马A供已开始让市场开始相信其竞争力，后续国内市场的直接竞争中，若公司有实力战胜日韩巨头，估值中枢有望突破45倍，以60亿利润计算，对应市值2700亿元，市值空间31%。
- 风险提示：**电动车销量不及预期，国内电池下降过快，海外产能建设不及预期，海外订单放量不及预期。**

动力电池行业的投资逻辑在于“强者恒强”

动力电池商业模式：市场空间与成长性俱佳，缺点为现金流较差

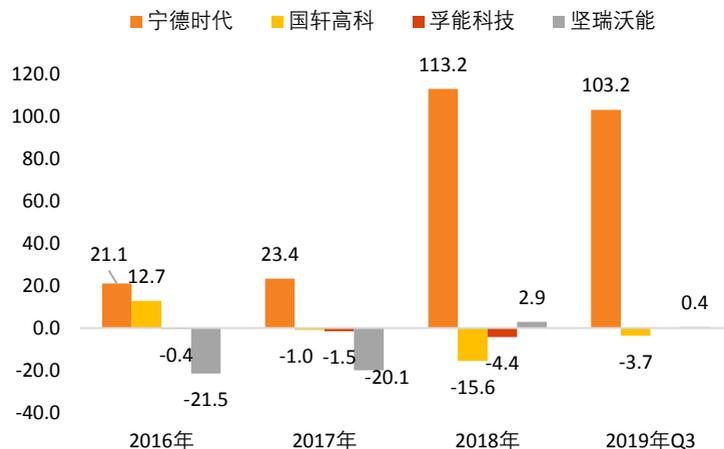
□ 优点：1) 远期市场空间大，汽车电动化趋势不可逆转，按照各国的渗透率规划，远期是**万亿级市场**。2) 成长性高，5年复合增速33%，10年复合增速22%。

□ 缺点：现金流较差，除宁德时代外，其他较为纯正的动力电池厂经营活动现金净流量长期为负，主要原因是账期较长，应收账款占收入比普遍高于60%。

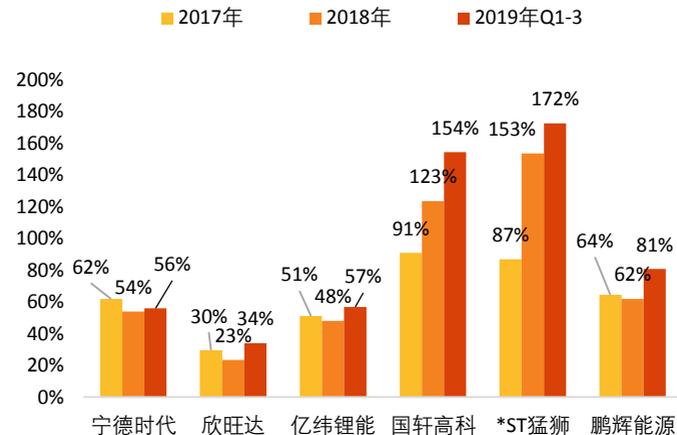
表：动力电池市场空间测算

电动车销量（万辆）	2017年	2018年	2019年Q1-3	2019年E	2020年E	2025年E	2030年E
中国	81	122	87	115	150	750	1400
YoY/CAGR	57%	50%	21%	-6%	30%	38%	25%
欧洲	28	38	38	55	94	348	656
YoY/CAGR	84%	37%	38%	43%	71%	30%	21%
销量	19.7	35.3	23.0	36	45	255	595
YoY/CAGR	23%	79%	2%	2%	25%	41%	29%
其他地区	8.5	3.8	12.0	15.0	18.0	100	250
YoY/CAGR	106%	-55%	290%	20%	41%	30%	
全球销量合计	137.3	199.5	160.3	221.0	307.0	1453	2901
YoY/CAGR	63%	45%	11%	39%	36%	25%	
渗透率	1.5%	2.2%	1.8%	2.5%	3.4%	16.1%	32%
装机量测算	2017年	2018年	2019年Q1-3	2019年E	2020年E	2025年E	2030年E
国内平均带电量 (Kwh)	44	46	48	50	52	60	65
海外平均带电量 (Kwh)	33	44	48	50	55	65	70
国内装机量 (Gwh)	36	56	42	58	78	450	910
海外装机量 (Gwh)	18.5	34.2	35	53	86	457	1051
合计装机量 (Gwh)	54	90	77	111	164	907	1961
YoY/CAGR		66%	23%	49%	41%	28%	
单价 (元/wh)	1.41	1.15	1.06	1.05	0.95	0.7	0.6
市场空间	767	1036	816	1160	1553	6349	11763
YoY/CAGR		35%	12%	34%	33%	22%	

图：主要动力电池企业经营活动现金净流量（亿元）



图：应收账款占收入比重



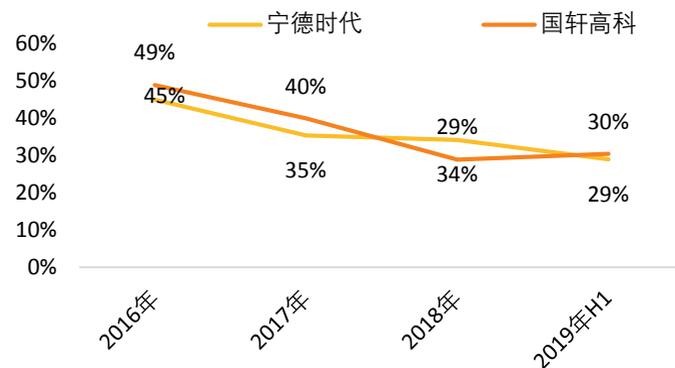
融资扩产非可持续之道，自身造血才能最大程度分享行业快速成长的红利

- 当前动力电池行业中扩产的资金来源普遍为非公开发行股份与发行可转债，辅以与其他资本合资建厂：包括政府资本、车企、海外动力电池巨头等。
- 行业盈利下滑，资金链紧张，很多电池厂由于资金链锻炼淘汰出局，根据GGII数据，2019年Q3实现配套企业已从2017年的135家下降至40家。

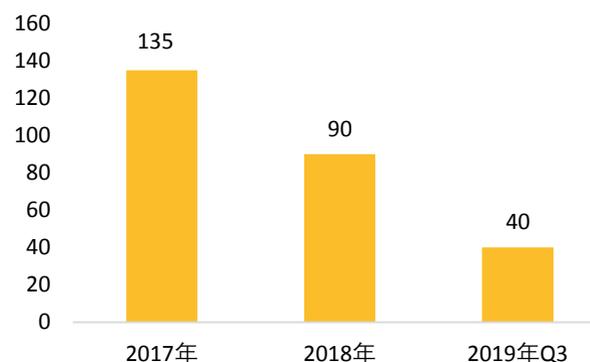
表：常见扩产路径为定增+可转债+合资

公司	融资类型	时间	融资金额（亿元）	产能（Gwh）	备注
国轩高科	定增	2016年	36		合肥、青岛项目
	可转债	2019年	15	7	庐江、南京项目
欣旺达	定增	2017年	20.5	电芯4+Pack6	惠州项目
	合资建厂	2019年	占股51%，自有资金投入5.1亿元	一期8Gwh	南京欣旺达，引入地方政府、华夏幸福入股
亿纬锂能	可转债	2017年	6.5	3.5	圆柱NCM
	定增	2018年	19	5	LFP
	合资建厂	2019年	占股50%，自有资金投入36亿元	20-25	与SKI合资建厂

图：动力电池行业毛利率逐年下滑



图：动力电池行业配套企业数量大幅下滑



目前拥有自我造血的电池厂：国内只有宁德，源于强势的产业地位

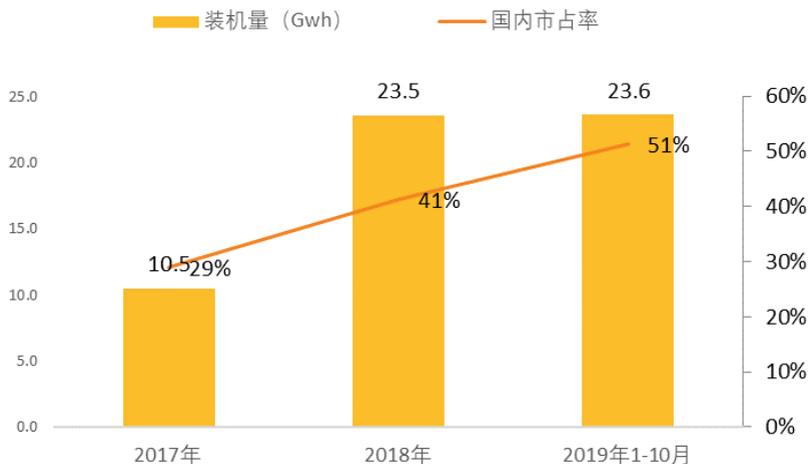
□ 2019年1-10月，宁德在国内的市占率为51%，且一直处于上升态势，2019年8月市占率一度超过70%。

□ 2019年上半年，宁德在国内主要车企的装机占比持续提升，合资车企几乎均为宁德时代供应，后续合资车企放量后，宁德时代有望充分受益。

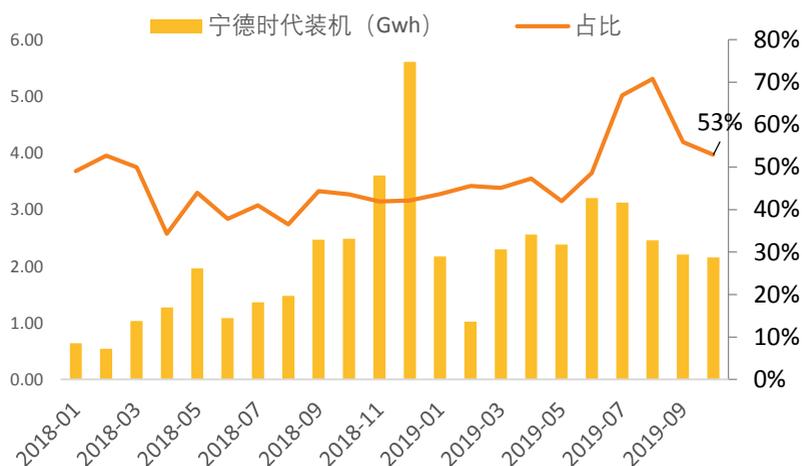
图：国内主要车企装机中宁德时代占比

车企	2018年	2019年H1	
乘用车自主	北汽	55%	99%
	上汽	71%	69%
	广汽	89%	93%
	奇瑞	68%	13%
	长安	37%	42%
	吉利	81%	93%
	东风	39%	61%
	一汽	9%	77%
乘用车-合资	上汽大众	80%	98%
	华晨宝马	100%	100%
	上汽通用	97%	100%
	广汽本田	22%	88%
	北京现代	31%	91%
	东风、郑州日产		84%
	东风悦达起亚	21%	70%
商用车	宇通	93%	99%
	金龙	61%	42%

图：宁德时代装机量及市占率



图：宁德月度装机量及市占率



自由现金流为产业链中最优，ROE受股权融资影响暂时性回落

- 宁德时代是动力电池产业链中自由现金流最优的企业，2018年高达57.7亿元，拥有自我造血功能。
- **2018年宁德自由现金流/营业收入指标达19%，远超行业其他企业。**由于动力电池行业回款高峰集中在年末，2019年Q3宁德自由现金流/营业收入下降至2%。
- 未上市前ROE一度高达34%，上市后受由于股权融资影响导致ROE暂时下滑至9.9%。

表：自由现金流对比（亿元）

行业	公司	2016年	2017年	2018年	2019年Q3
上游资源	天齐锂业	14.2	13.8	3.1	(9.9)
	寒锐钴业	0.6	(2.7)	(1.8)	(1.1)
上游材料	璞泰来	0.9	(2.9)	(2.9)	(8.9)
	恩捷股份	0.8	(1.4)	(14.7)	(15.2)
	宁德时代	(100.7)	41.0	57.7	6.0
中游电池	国轩高科	(0.9)	(15.0)	(25.8)	(17.5)
	亿纬锂能	(6.3)	(8.7)	(0.7)	(9.4)
	欣旺达	5.2	(18.2)	(7.9)	(21.4)
传统汽零	福耀玻璃	6.8	4.4	18.1	3.3
	华域汽车	101.4	30.3	5.3	(22.8)
下游整车	比亚迪	(162.9)	(88.7)	4.8	(216.4)
	北汽蓝谷	0.2	(0.1)	(80.5)	(118.9)
消费股	海天味业	20.4	20.8	56.8	29.3
	贵州茅台	399.1	296.1	402.4	183.6

表：自由现金流/营业收入对比

行业	公司	2016年	2017年	2018年	2019年Q3
上游资源	天齐锂业	36%	25%	5%	-26%
	寒锐钴业	8%	-18%	-7%	-9%
上游材料	璞泰来	6%	-13%	-9%	-25%
	恩捷股份	7%	-12%	-60%	-72%
	宁德时代	-68%	21%	19%	2%
中游电池	国轩高科	-2%	-31%	-50%	-34%
	亿纬锂能	-27%	-29%	-2%	-21%
	欣旺达	6%	-13%	-4%	-12%
传统汽零	福耀玻璃	4%	2%	9%	2%
	华域汽车	8%	2%	0%	-2%
下游整车	比亚迪	-16%	-8%	0%	-23%
	北汽蓝谷			-49%	-68%
消费股	海天味业	16%	14%	33%	20%
	贵州茅台	103%	51%	55%	30%

表：ROE对比

行业	公司	2016年	2017年	2018年	2019年Q3
上游资源	天齐锂业	39.5	31.4	22.9	1.4
	寒锐钴业	20.1	60.4	47.0	-2.2
上游材料	璞泰来	43.1	26.2	22.2	15.0
	恩捷股份	14.3	9.7	18.9	15.5
	宁德时代	34.1	19.3	11.8	9.9
中游电池	国轩高科	29.7	13.8	6.9	6.6
	亿纬锂能	13.8	16.1	17.2	21.6
	欣旺达	22.1	21.0	17.0	9.2
传统汽零	福耀玻璃	18.3	17.0	21.0	11.4
	华域汽车	18.6	16.5	18.5	10.5
下游整车	比亚迪	12.1	7.7	5.0	2.8
	北汽蓝谷	-16.6	4.1	1.9	-1.6
消费股	海天味业	30.3	32.4	34.1	26.5
	贵州茅台	24.4	33.0	34.5	25.6

宁德预收账款/营收高达22%，议价能力甚至比肩消费股

□ 2018年宁德高端三元产能供不应求，预收账款开始猛增，2019年Q3预收账款/营收比例甚至超过消费股，议价能力较强。

□ 电动车产业链的应收账款周转率基本为1-3，应收账款回款较差，宁德时代为供应链中回款效率最高的企业。

表：预收账款/营业收入对比

行业	公司	2016年	2017年	2018年	2019年Q3
上游资源	天齐锂业	4%	4%	1%	3%
	寒锐钴业	1%	1%	0%	1%
上游材料	璞泰来	12%	16%	21%	25%
	恩捷股份	1%	0%	0%	1%
	宁德时代	1%	1%	17%	22%
中游电池	国轩高科	1%	1%	1%	3%
	亿纬锂能	2%	1%	1%	3%
	欣旺达	0%	0%	0%	1%
传统汽零	福耀玻璃	0%	0%	0%	0%
	华域汽车	1%	1%	1%	2%
下游整车	比亚迪	2%	4%	0%	0%
	北汽蓝谷	13%	1%	2%	2%
消费股	海天味业	15%	18%	19%	13%
	贵州茅台	45%	25%	18%	18%

表：预收账款对比（亿元）

行业	公司	2016年	2017年	2018年	2019年Q3
上游资源	天齐锂业	1.5	1.9	0.7	1.3
	寒锐钴业	0.1	0.2	0.1	0.1
上游材料	璞泰来	2.1	3.6	7.0	8.6
	恩捷股份	0.1	0.0	0.1	0.3
	宁德时代	0.9	2.0	49.9	72.1
中游电池	国轩高科	0.4	0.5	0.7	1.4
	亿纬锂能	0.5	0.3	0.4	1.2
	欣旺达	0.4	0.5	0.8	1.4
传统汽零	福耀玻璃	0.2	0.2		
	华域汽车	10.0	10.9	11.8	16.7
下游整车	比亚迪	18.5	47.0	0.0	0.0
	北汽蓝谷	0.0	0.0	2.5	3.6
消费股	海天味业	18.1	26.8	32.4	19.4
	贵州茅台	175.4	144.3	135.8	112.6

表：应收账款周转率对比

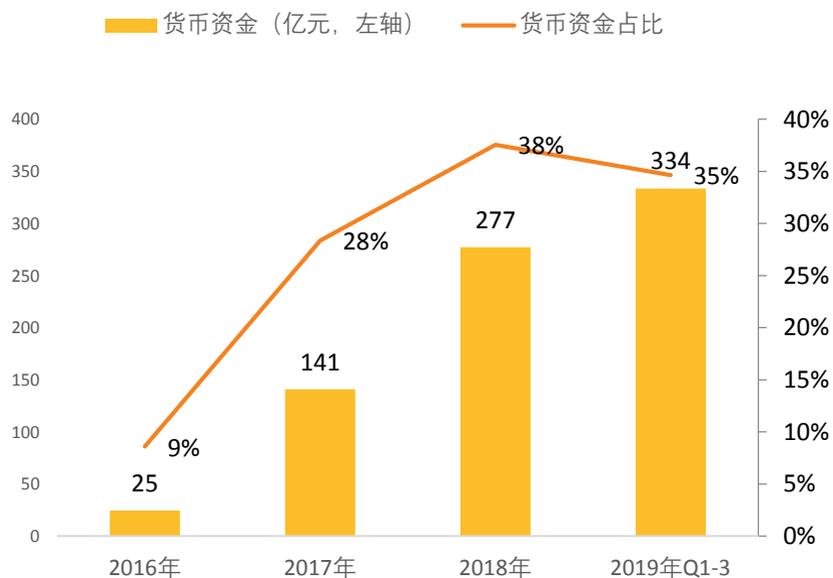
行业	公司	2016年	2017年	2018年	2019年Q3
上游资源	天齐锂业	32.4	20.5	13.8	8.3
	寒锐钴业	10.5	13.4	11.8	5.0
上游材料	璞泰来	4.2	3.6	3.8	3.1
	恩捷股份	3.3	3.0	3.0	1.5
	宁德时代	3.1	2.8	4.5	4.1
中游电池	国轩高科	2.5	1.6	1.2	0.9
	亿纬锂能	3.8	2.8	2.8	2.3
	欣旺达	4.3	4.5	4.6	3.3
传统汽零	福耀玻璃	5.2	5.1	5.5	4.5
	华域汽车	6.2	6.1	6.4	4.2
下游整车	比亚迪	3.3	2.3	2.6	1.9
	北汽蓝谷			1.0	0.9
消费股	海天味业				
	贵州茅台				

宁德在手资金充足，有息负债占比极低，拥有多种融资渠道

□ 宁德2019年Q3在手现金高达334亿元，占总资产的35%，在手现金充足。

□ 有息负债占比极低，2018年只有14.4%，对比同行30-40%的有息负债占比，公司债务融资空间巨大。

图：宁德时代货币资金与占总资产比重



图：有息负债/全部投入比重

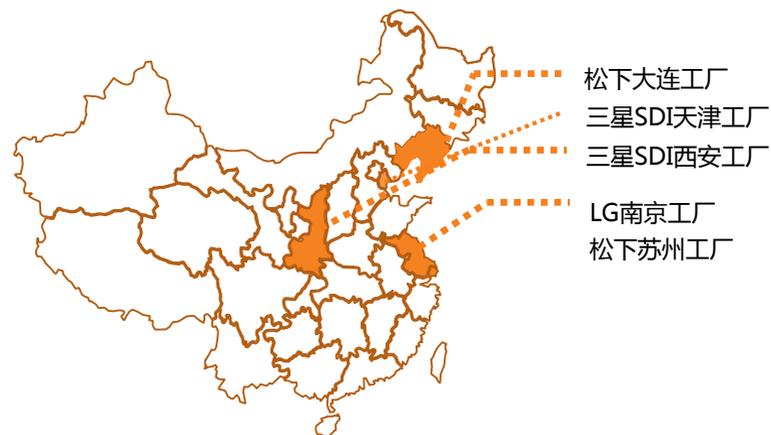
行业	公司	2016年	2017年	2018年	2019年Q3
上游资源	天齐锂业	40.5%	32.1%	71.7%	73.6%
	寒锐钴业	35.5%	34.3%	33.0%	33.4%
上游材料	璞泰来	4.7%	12.2%	25.8%	34.0%
	恩捷股份	0.0%	0.0%	31.5%	47.2%
中游电池	宁德时代	10.1%	15.2%	14.4%	15.1%
	国轩高科	24.7%	21.0%	33.9%	37.0%
	亿纬锂能	25.1%	25.4%	31.6%	16.6%
传统汽零	欣旺达	29.5%	51.6%	44.5%	50.1%
	福耀玻璃	28.7%	29.4%	29.4%	35.3%
下游整车	华域汽车	11.2%	15.0%	16.5%	18.2%
	比亚迪	44.0%	49.2%	52.3%	54.4%
消费股	北汽蓝谷	0.0%	0.0%	28.8%	52.7%
	海天味业	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
	贵州茅台	12.4%	9.8%	8.9%	7.6%

海外动力巨头进入国内是否动摇宁德产业地位？——本质是竞争力对比

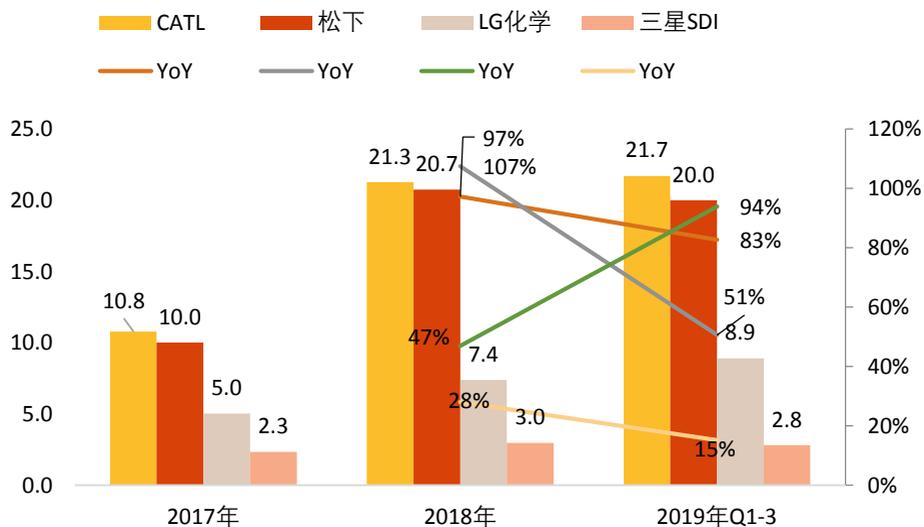
2019年6月“白名单”废止，海外动力巨头重新进入国内市场

- 2019年6月21日，工信部正式废止政策《汽车动力蓄电池行业规范条件》，同时废止一至四批符合条件企业目录（动力电池“白名单”），国内市场正式开放。
- 松下、三星SDI、LG化学已重启国内工厂。
- 宁德时代与海外巨头对比：宁德装机量小幅领先松下，为全球第一。盈利能力较其他三家大幅领先。
- 海外进入国内短期会对宁德造成一定冲击，但长期比较的是双方竞争力，因此需要探究宁德相对于海外是否拥有竞争优势。

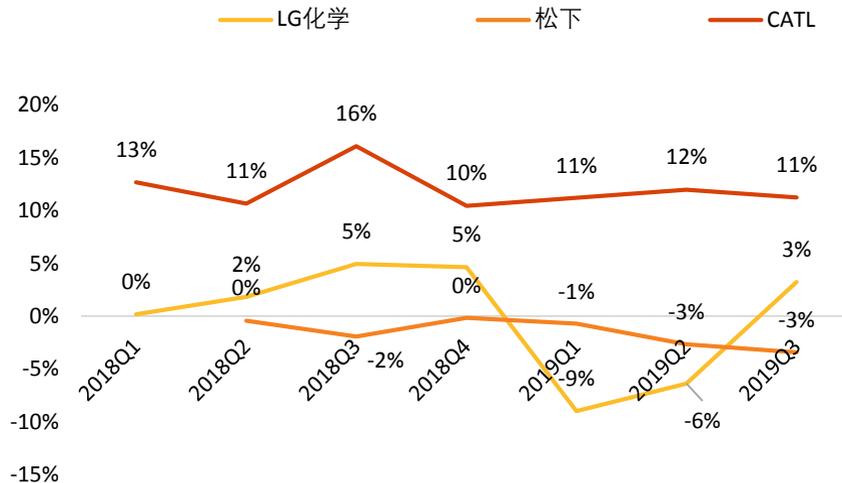
图：海外动力电池国内布局



图：四大动力电池企业出货量对比（Gwh）



图：LG化学、松下与宁德时代动力电池盈利能力对比



注：三星SDI未披露季度电池数据，松下为AM业务营业利润率，LGC为电池业务营业利润率，宁德时代为公司净利率

宁德时代相对海外巨头的竞争优势在哪？

- 首先，对比四家的战略布局与客户拓展，LG化学将是宁德时代最大的竞争对手。
- 与LG相比，成本优势将是宁德重要竞争优势——背后反应的是供应链整合能力、材料创新能力、管理效率能力。

宁德的真正对手为LG化学：LG与CATL为海外第一轮定点最大赢家

- 从国际车企定点看，CATL与LGC定点最多，基本做到全覆盖；松下与三星SDI较少。
- 结合已配套与定点客户，在客户拓展方面：LG>CATL>松下>三星SDI。
- 2020年后国际主机厂密集量产电动车的背景下，LG与CATL的装机量有望保持高速增长，由于特斯拉在中国有可能开放电池供应链，国内供应商有望迎来机会。

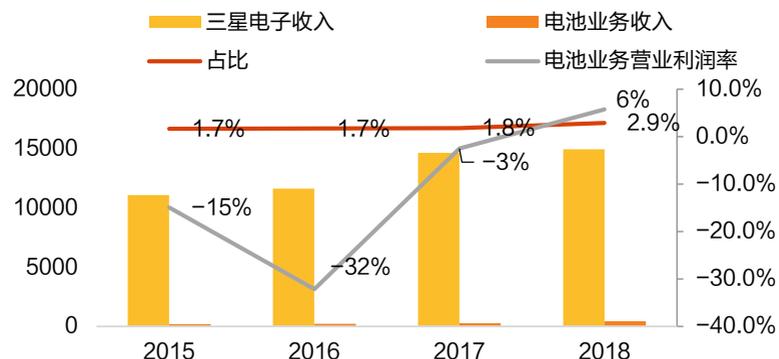
表：国际车企已定点情况

	CATL	LGC	松下	三星SDI
特斯拉	有可能配套上海工厂	★	★	
雷诺日产	★	★	★	
通用	★	★		
宝马	★			★
福特		★	★	
大众	★	★	★	★
本田	★			
丰田	★		★	
戴姆勒	★	★	★	★
沃尔沃	★	★		
现代起亚	★	★		
PSA	★	★		
FCA		★		★
捷豹路虎	★	★		

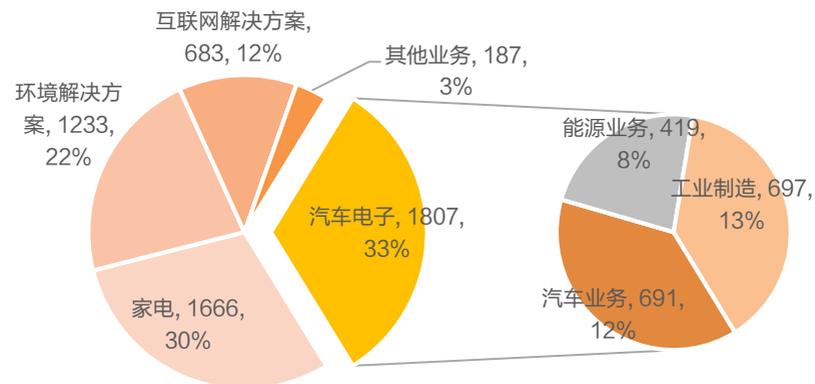
松下与三星SDI受制于“大公司，小部门”，动力电池方面投入力度弱于C&L

- 三星SDI的二次电池业务在三星电子集团层面的占比只有2-3%，且常年处于亏损，集团地位不高。松下二次电池业务只占集团业务的8%，扩产计划保守。
- 三星SDI与松下在动力产能投入与宁德时代、LGC差距较大。

图：二次电池业务占三星电子比重为2-3%（亿元）



图：2018财年松下能源业务（二次电池）占集团收入8%，利润率为2%



表：四大企业动力电池扩产计划（Gwh）

	2018年	2019年E	2020年E
宁德时代	32	57	109
YoY		78%	92%
福建宁德	27.0	35.0	43.0
青海西宁	3.0	4.0	6.3
溧阳一两期	2.0	10.0	10.0
溧阳三期			20.0
德国图林根			
时代上汽		4.0	8.0
时代广汽			4.0
东风时代		4.0	8.0
宁德湖西			5.0
时代一汽			5.0
松下	47	65	78
YoY		38%	20%
中国大连	2	5	8
中国苏州		5	15
日本工厂	20	20	20
美国内达华	25	35	35
LGC	30	59	90
YoY		97%	53%
韩国梧仓	10	10	10
中国南京	5	8	20
美国霍兰德			
波兰弗罗茨瓦夫	15	41	60
三星SDI	9	23	63
YoY		157%	174%
中国西安	2.6	2.6	25.4
中国天津	3	13	13
韩国蔚山	3.4	3.4	12
匈牙利		4.1	12
美国密歇根州			1

LG化学将于2020年快速放量，预计装机量有望突破40Gwh

□ 根据LG在手订单以及各车企的规划，我们预计2020年装机量有望突破40Gwh，同比增长173%（不包含上海特斯拉）

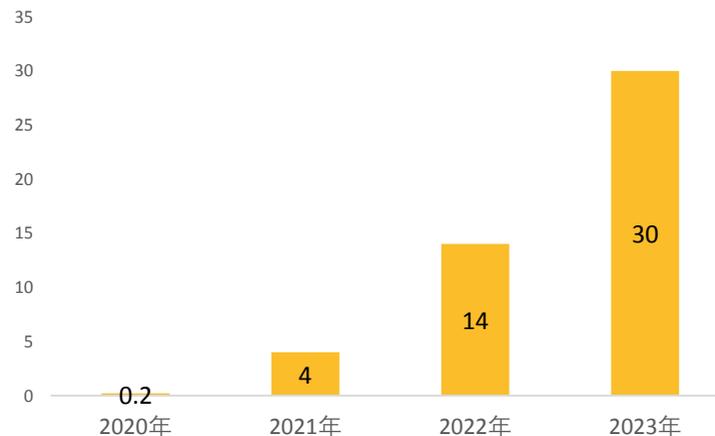
表：LG未来订单预测表

LG未来车企订单预测表														
GWh														
时间	整车厂	大众	奥迪	戴姆勒	福特	现代	保时捷	雷诺	沃尔沃	吉利中国	美国通用	上汽通用	合计	YoY
2018													7.4	47%
2019E													15	103%
2020E	装机量 (GWh)	14	2	4	3	6	3	6	3				41	173%
	单车带电 (KWh/车)	44	37	43	47	31	100	40	34					
	车销量 (万辆)	32	5	9	6	19	3	15	9					
2021E	装机量 (GWh)	16	6	7	7	9	6	7	6				64	56%
	单车带电 (KWh/车)	44	37	43	47	31	100	40	34					
	车销量 (万辆)	36	16	16	15	29	6	18	18					
2022E	装机量 (GWh)	30	4	5	9	13	6	15	9	8	6	2	107	67%
	单车带电 (KWh/车)	44	37	43	47	31	100	40	34	23	32	40		
	车销量 (万辆)	68	11	12	19	42	6	38	26	35	19	5		
2023E	装机量 (GWh)	31	4	2.5	11	16	5	26	12	10	18	1	137	28%
	单车带电 (KWh/车)	44	37	43	47	31	100	40	34	23	32	40		
	车销量 (万辆)	70	11	6	23	52	5	65	35	43	56	3		

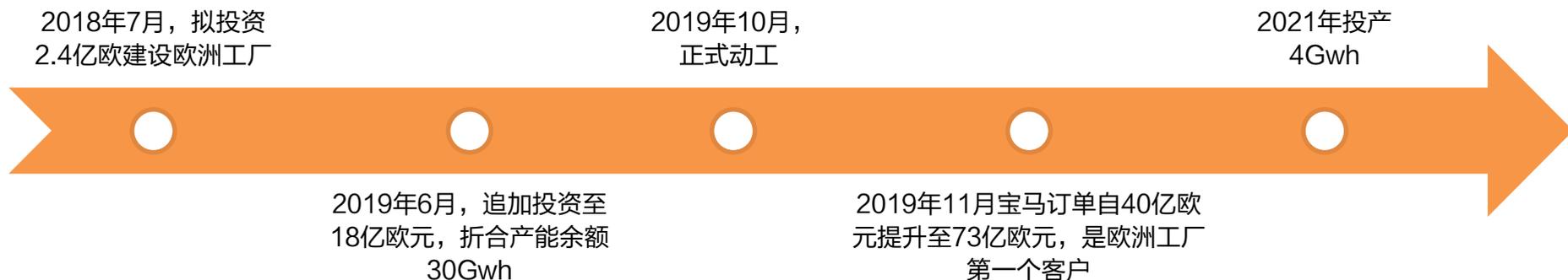
宁德欧洲工厂2021年起量产，海外订单放量慢于LG化学

- 2018年7月，宁德拟在海外投建第一家工厂，地址位于德国图灵根，投资额为2.4亿欧元。
- 2019年6月，公司追加投资至18亿欧元，测算对应产能约30Gwh。
- 2019年10月欧洲工厂正式动工，按照正常建设速度，预计2021年投产，宁德海外订单放量时间仍需等待。

图：宁德欧洲工厂产能预测（Gwh）



图：宁德欧洲工厂时间线



与LG化学相比，低成本是未来宁德的重要竞争力

- 宁德动力电池成本已经做到0.75元/wh。
- 动力电池完全成本主要为原材料成本（63%）、人工成本（13%）、折旧&摊销成本（8%）。
- 进一步下降的路径主要来自于原材料方面主要依靠技术升级、供应链整合等方式降本、设备方面主要为国产化后折旧费用降低，人力方面主要为人工效率提升、管理效率提升等

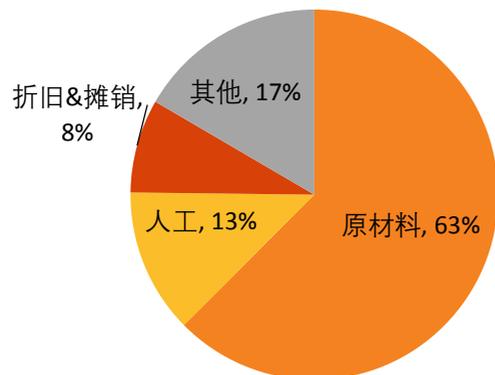
表：宁德时代动力电池收入与成本

	2016年	2017年	2018年	2019年H1
营业收入（亿元）	139.8	166.6	245.2	168.9
营业成本（亿元）	77.1	107.9	161.6	120.1
销量（Gwh）	6.8	11.8	21.3	16
单价（元/wh）	2.06	1.41	1.15	1.06
成本（元/wh）	1.14	0.91	0.76	0.75

表：宁德时代动力电池降本方式

降本方式	
材料	原材料年降5%左右、整合上游原材料 材料升级：NCM/NCA811/碳硅负极等 结构创新：大模组、CTP、极限顶盖等 材料减重：铝壳更轻、铜箔更薄（6微米-4微米）、隔膜更薄等
设备	设备国产化，单Gwh设备投资减少折算的设备折旧成本降低 设备效率（OEE）提升、产能利用率（外部影响因素）提升 产品直通率提升
生产	人工效率（PPH）提升 规模化降本

图：宁德时代动力电池完全成本占比



原材料：宁德时代基本为国产供应商

□ 宁德时代基本为国内供应商，松下基本为日本供应商，LG化学与三星SDI为全球采购，且部分材料自供。

图：四大动力电池厂商原材料供应链

	LG化学	三星SDI	松下	宁德时代
正极	部分自供 韩：LG化学、L&F、ECOPRO 日：日亚化学 比利时：优美科	部分自供 韩：L&F、ECOPRO、POSCO、三星SDI 中：格林美、当升科技 比利时：优美科	日：住友金属、户田工业 中：厦门钨业、芳源环保 比利时：优美科	代工模式、部分自供 中：长远锂科、天津巴莫、振华新材、厦门钨业广东邦普（宁德51%股权）
负极	部分自供 韩：LG化学、POSCO 日：日立化学、三菱化学、日本碳素 中：贝特瑞、璞泰来、上海杉杉	韩：POSCO 日：日立化成、三菱化学、日本碳素 中：贝特瑞、璞泰来	日：日立化成 中：贝特瑞、璞泰来	中：江西紫宸、上海杉杉、凯金能源
隔膜	韩：SK energy 日：东丽、旭化成 中：恩捷股份、苏州捷力、星源材质 美：Entek、Celgard	韩：SK energy 日：旭化成、日本帝人、东丽美：Celgard	日：旭化成、住友化学、宇部兴产 中：恩捷股份 美：Celgard	采购基膜、璞泰来涂敷 中：上海恩捷、湖南中锂、苏州捷力
电解液	部分自供 韩：LG化学 日：三菱化学 中：江苏国泰、新宙邦 德：巴斯夫	日：三菱化学 中：新宙邦、江苏国泰	日：宇部兴产、三菱化学 中：新宙邦、江苏国泰、天津金牛	代工模式 中：天赐材料、新宙邦、江苏国泰
采购特点	全球采购，正极偏向于自供	全球采购	基本为日本供应商，中国供应商占比较少	国产供应商

原材料：布局上游核心资源增加议价权，管理层眼光卓越，布局节奏精准

- 正极材料占电池成本比重约30-40%，正极材料中钴、镍、锂三类资源占比超90%。
- 公司在正极材料与资源回收领域布局广东邦普，在上游核心资源镍、钴、锂均有布局。
- 管理层行业经验丰富，战略眼光卓越。2016年在钴资源暴涨前便与嘉能可锁定2万吨钴资源，公司受钴价暴涨影响较小。2019年在锂价低迷时，再次收购澳大利亚锂矿，布局节奏精准。

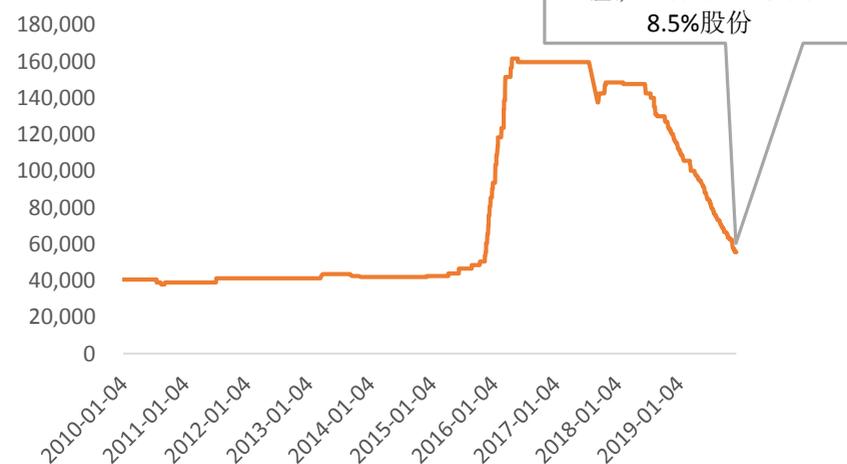
表：宁德时代在正极材料与核心资源布局

	时间	合作企业	合作方式
锂矿	2019年9月	澳大利亚锂矿企业Pilbara Minerals	2.6亿人民币认购8.5%股权
	2018年	北美锂业 North American Lithium	目前持股43.59%
镍资源	2018年	北美镍业 North American Nickel	持股25.38%
	2018年	建设印尼红土镍矿	广东邦普、格林美、青山钢铁、印度尼西亚IMIP合资
钴资源	2016年10月	嘉能可	4年供货协议，锁定2万吨钴资源
	2019年9月	广东邦普	投资36亿元建立宁波邦普，公司直接持股49%
正极材料	2019年4月	广东邦普	总投资91亿元投建三元前驱体10万吨
	2015年	广东邦普	收购广东邦普，截至2019年6月合计持股52.88%

图：宁德时代在2016年钴价暴涨前锁定订单



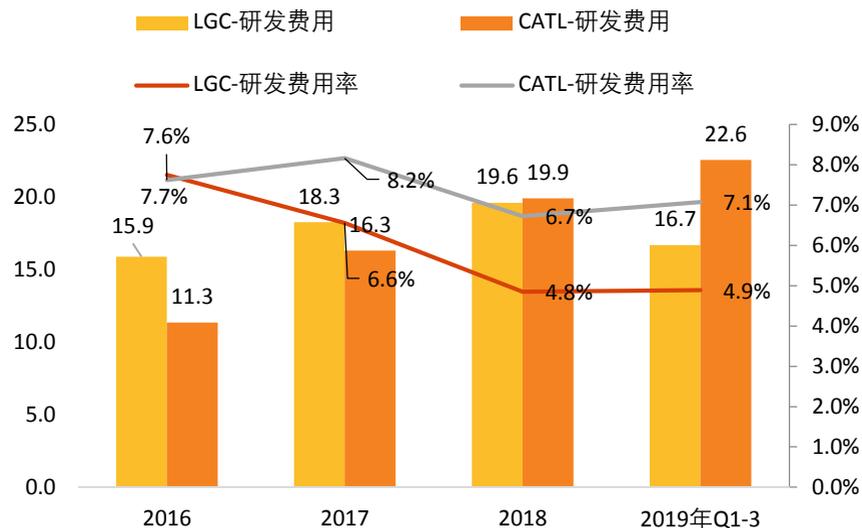
图：锂价低迷时宁德再次布局



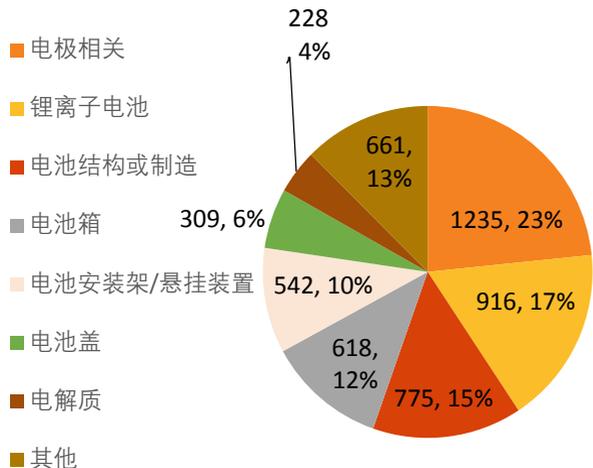
原材料：研发投入已与LGC拉开差距，发明专利集中于电池与电极

- 电池属于技术密集型产品，原材料的理解深刻是建立在大量研发投入之上。
- 海外三大公司中，只有LGC披露了二次电池的研发投入，2018年CATL研发投入首次超越LGC，2019年Q1-3开始迅速拉开差距。LGC目前是海外第一轮定点最大赢家，研发投入强度勿需强调，二者对比可以看出宁德在研发投入的决心与产业地位。
- CATL与ATL一样，将研发重点放在电极材料，ATL电极专利高达1235个，占比23%，2017年CATL 136项发明专利中电极&资源相关的专利占比高达45%。

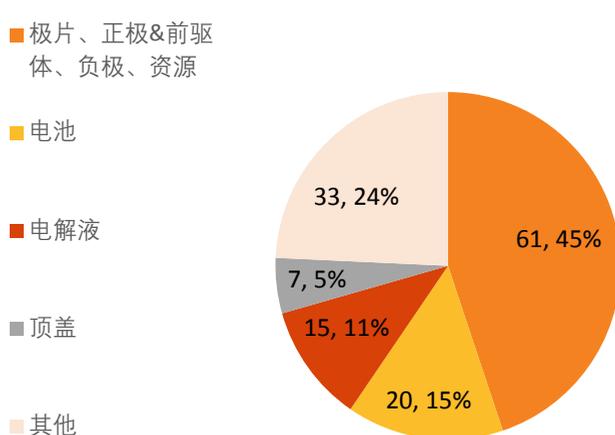
图：LGC与CATL研发投入对比（亿元）



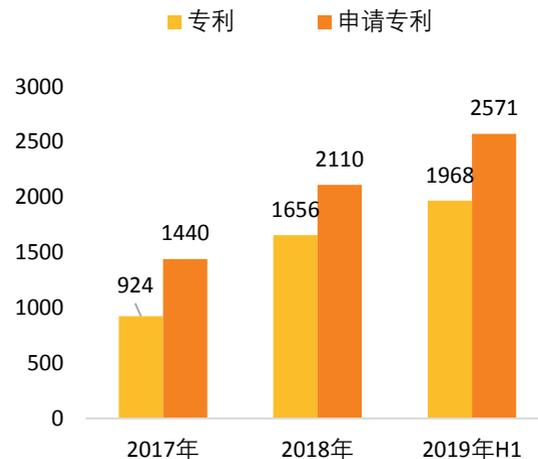
图：ATL专利中占比最大为电极相关专利



图：CATL发明专利中占比最大为电极&资源相关专利



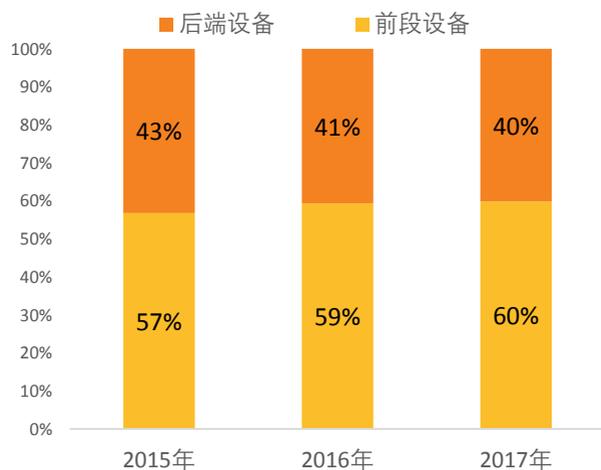
图：CATL专利数（个）



设备：宁德单Gwh资本开支约LG化学70%，国产设备有成本优势且前段仍有国产化空间

- LGC单Gwh资本开支与宁德对比：宁德大约为LGC的70%。
- 电芯前后段工序成本占比约6：4，宁德后端设备已基本国产化，前段仍有部分为进口设备，未来仍有较大降本空间。

图：电芯设备前后段价值量占比



图：宁德电芯设备供应商

	工序	日韩	国产
前段工序	搅拌	井上、浅田	
	涂布	东丽、平野	先导、新嘉拓
	冷压	韩国CIS	先导
	分条	韩国CIS, PNT	先导
中后段工序	卷绕		先导
	组装		利元亨、大族
	注液		泰坦、新威、大族
	化成		泰坦、新威
	测试		泰坦、新威
	自动化物流设备		先导、今天国际

表：宁德时代与LG化学单Gwh资本开支投入对比

单位：亿元	2017	2018	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	17-19Q3累计资本开支	2017年产能	2020年预计产能	2018-2020年增加产能	单Gwh投资
LGC	42.2	102.1	32.1	37.5	64.2	278.1	35.3	124	89.0	3.1
CATL	71.8	66.3	20.2	26.0	20.4	204.7	17	109	92.2	2.2
LGC较CATL	-30	36	12	11	44	73	18	15	-3	71%

设备：宁德固定资产折旧政策四家最严，2019年进一步加速设备折旧，未来折旧压力较小

表：主要电池厂折旧政策对比

公司	厂房	设备
LGC化学	25-50	4-19
松下	5-50	2-10
三星SDI	10-60	5-10
CATL	20	3-10
国轩高科	10-35	8-15
亿纬锂能	30	10
欣旺达	20-40	5-10

备注：2019年宁德将部分设备折旧年限由5年提前至4年

表：海外电池巨头折旧年限测算

LG化学	2018				2019H1			
	土地	厂房	设备	合计	土地	厂房	设备	合计
期初账面价值	97.2	171.3	258.5	527.0	100.4	197.6	290.9	589.0
当期计提折旧	0.0	5.9	61.1	67.1	0.0	3.4	35.1	38.5
期末账面价值	100.4	197.6	290.9	589.0	101.3	229.0	367.8	698.1
折旧率	0.0%	3.2%	22.3%	12.0%		1.6%	10.7%	6.0%
折旧年限		31.2	4.5	8.3		31.5	4.7	8.4
松下	2018				2019H1			
	土地	厂房	设备	合计	土地	厂房	设备	合计
期初账面价值	132.0	278.7	421.6	832.3				
当期计提折旧	0.0	28.8	67.7	96.5				
期末账面价值	130.3	266.2	237.6	634.1				
折旧率	0.0%	10.6%	20.5%	13.2%				
折旧年限		9.5	4.9	7.6				
三星SDI	2018				2019H1			
	土地	厂房	设备	合计	土地	厂房	设备	合计
期初账面价值	17.2	74.4	90.1	181.7				
当期计提折旧	0.0	5.5	25.0	30.4				
期末账面价值	19.0	75.5	191.3	285.7				
折旧率	0.0%	7.3%	17.8%	13.0%				
折旧年限		13.7	5.6	7.7				
CATL	2018				2019H1			
	土地	厂房	设备	合计	土地	厂房	设备	合计
期初账面价值		24.8	75.0	99.8		48.7	103.0	151.7
当期计提折旧		1.7	18.8	20.4		1.4	16.2	17.6
期末账面价值		48.7	103.0	151.7		57.9	143.8	201.8
折旧率		4.5%	21.1%	16.2%		5.2%	26.3%	19.9%
折旧年限		22.0	4.7	6.2		19.3	3.8	5.0

设备：国内其他电池厂与宁德的固定资产折旧政策差距巨大

表：CATL与国内电池厂折旧年限对比

CATL	2018				2019H1			
	土地	厂房	设备	合计	土地	厂房	设备	合计
期初账面价值	24.8	75.0	99.8		48.7	103.0	151.7	
当期计提折旧	1.7	18.8	20.4		1.4	16.2	17.6	
期末账面价值	48.7	103.0	151.7		57.9	143.8	201.8	
折旧率	4.5%	21.1%	16.2%		5.2%	26.3%	19.9%	
折旧年限	22.0	4.7	6.2		19.3	3.8	5.0	
国轩高科	2018				2019H1			
	土地	厂房	设备	合计	土地	厂房	设备	合计
期初账面价值	13.8	23.3	37.1		17.5	35.4	53.0	
当期计提折旧	0.5	2.3	2.8		0.5	2.2	2.7	
期末账面价值	17.5	35.4	52.9		18.0	36.5	54.5	
折旧率	3.4%	7.9%	6.3%		5.5%	12.4%	10.1%	
折旧年限	29.5	12.7	15.8		18.2	8.1	9.9	
亿纬锂能	2018				2019H1			
	土地	厂房	设备	合计	土地	厂房	设备	合计
期初账面价值	3.1	13.0	16.1		6.4	21.2	27.6	
当期计提折旧	0.1	1.8	1.9		0.1	0.8	0.9	
期末账面价值	6.4	21.2	27.6		6.4	22.4	28.8	
折旧率	2.1%	10.6%	8.7%		3.0%	7.6%	6.6%	
折旧年限	46.8	9.5	11.5		32.9	13.1	15.2	
欣旺达	2018				2019H1			
	土地	厂房	设备	合计	土地	厂房	设备	合计
期初账面价值	8.1	9.8	17.9		12.6	21.1	33.7	
当期计提折旧	0.3	1.3	1.6		0.2	1.1	1.3	
期末账面价值	12.6	21.1	33.7		12.6	22.7	35.3	
折旧率	2.8%	8.4%	6.2%		3.0%	10.3%	7.7%	
折旧年限	35.4	11.9	16.2		33.2	9.7	13.1	

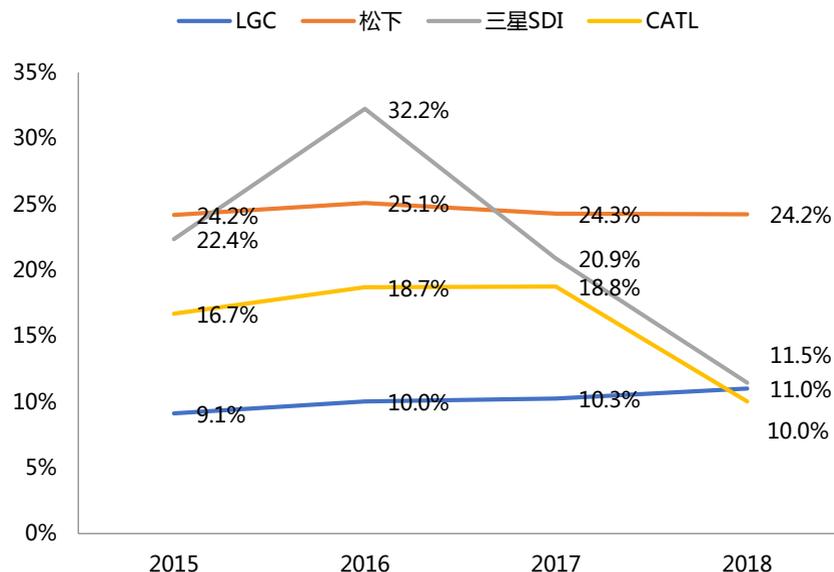
人力：成本优势既有地域原因，也有自身管理效率

- 2018年，CATL人均薪酬为11.8万元，LGC为37.6万元，超过CATL 3倍。
- CATL的人均净利/人均薪酬为116%，高于LGC的71%，表明人工效率较高，一方面是由于国内劳动力价格较低，一方面也是公司内部管理效率较高。
- 宁德的管理销售费用率逐年降低，2018年已达10%，低于海外三家电池厂，显示出较强的管理能力。

表：2018年LGC与CATL人力效率对比

单位：万元/人	LGC	CATL
人均薪酬	37.6	11.8
人均创收	512.3	119.0
人均净利	26.8	13.6
人均净利/人均薪酬	71%	116%

表：四大电池厂管理&销售费用对比



复盘股价：本轮上涨来自于市场对公司海外竞争力的重新评估

宁德时代股价复盘——最新上涨来自市场对公司海外竞争力的重估

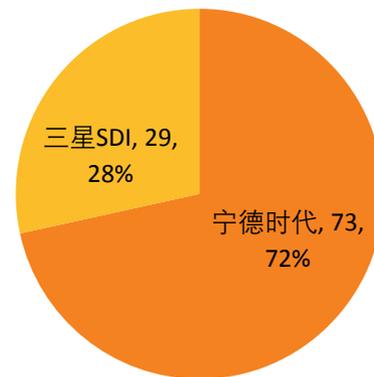
图：宁德时代股价复盘



宁德定点宝马A供已表明不论成本、技术还是配套能力不输于海外电池巨头

- 2019年11月21日，宝马宣布将宁德时代订单从40亿欧元增加至73亿欧元，合同期限为2020-2031年。
- 宁德时代定点宝马A供，占据总订单的72%份额，B供为三星SDI，表明宁德时代不论成本、技术、生产工艺还是配套能力已超越三星SDI。
- 宝马年销量约200万辆汽车，三大豪车车企中占据1/3份额，公司规划2023年前推出25款电动车，其中BEV为13款。

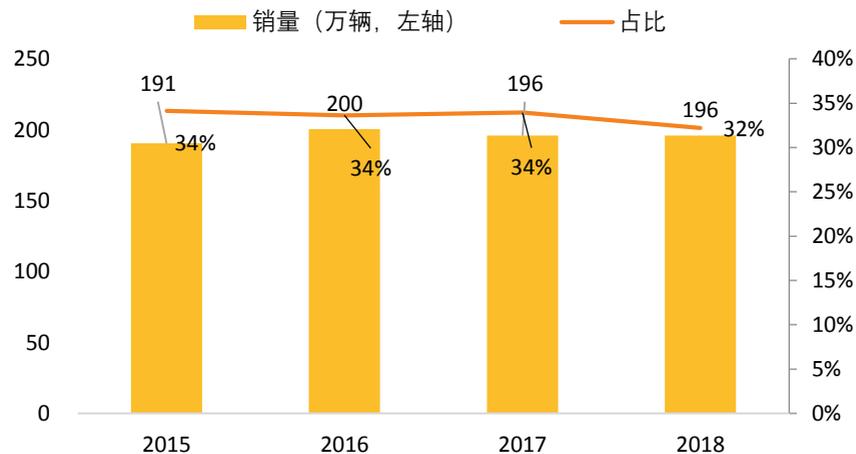
表：宝马动力电池订单（亿欧元）



表：宝马电动车车型规划



表：宝马汽车销量与占比



欧洲：史上最严碳排放政策于2020年落地，全面电动化趋势已来

- 2020年欧洲碳排放政策达标要求为95g/km，而2018年欧洲平均碳排放为121g/km，两年需要下降21%，下降难度较大。
- 欧洲以往依靠生产小排量车型与柴油车减排方式已至极限，2018年碳排放不降反升表明急需生产电动车减排。
- 目前减排压力较大车企为现代起亚、大众、FCA、戴姆勒、宝马、PSA等，为缓解2020年考核压力，各大欧洲车企已密集投放了电动车新车型，全面电动化趋势已来。

表：欧洲各车企碳排放现状

车企	市占率(欧 盟)	平均车重 (kg)	碳排 (g/km, NEDC)			
			2018均值	2017-2018变化	2020/21目标	达标距离
丰田-马自达	6%	1351	110	0	94	16 (15%)
雷诺	11%	1281	112	2	92	20 (18%)
标志雪铁龙	17%	1269	114	7	91	23 (20%)
日产	3%	1370	115	-2	95	20 (18%)
福特	7%	1411	121	0	96	25 (21%)
起亚	3%	1356	121	1	94	27 (22%)
均值		1392	121	2	95	26 (21%)
FCA-特斯拉	6%	1300	122	5	92	30 (24%)
大众集团	23%	1413	122	1	96	26 (21%)
现代	4%	1318	124	2	93	31 (25%)
宝马	6%	1589	128	6	102	26 (20%)
沃尔沃	2%	1760	132	8	108	24 (18%)
戴姆勒	6%	1602	133	6	102	31 (23%)

表：欧洲主要车企2019-2020年新发布电动车车型

车企	2019-2020年发布车型
大众	I.D. 3、I.D. Crozz II、Cross Coupe GTE、e-up!
大众集团	奥迪 e-tron 55 quattro、Q4 e-tron、e-tron Sportback、Q5 e-tron、Q5 55TFSI e、A7 55TFSI e、A8L 60TFSI e
保时捷	Taycan (Turbo/Turbo S)、Taycan (4s/4s plus)、Taycan Cross Turismo、Cayenne E-Hybrid Coupé
斯柯达	Citigo-e iV、Vision IV
戴姆勒	EQC、Concept EQA、奔驰 A250 e、奔驰 B250 e、奔驰 GLE 350 de、梅赛德斯-奔驰 EQV、smart EQ
宝马	iX3、MINI Electric、i8 Ultimate Sophisto、全新 X5 xDrive45e
PSA	E208、E2008、欧宝 Corsa-e、欧宝 Grandland X
雷诺	新款雷诺Zoe(R110/135 Z. E. 40)
沃尔沃	Polestar 2

欧洲碳排放测算模型：预计2020年欧洲电动车销量为94万辆，同增71%

□ 2019年Q1-3欧洲电动车销量38万辆，同增38%，全年预计55万辆，同增43%

□ 明年碳排放落地，为满足欧洲碳排放要求，模型测算明年电动车销量预计为94万辆，同增71%

2020年欧洲重要车企电动车销量预测

单位：万辆	大众集团	PSA集团	雷诺-日产	FCA	福特	宝马	戴姆勒	现代集团	丰田	2020合计
202N碳排目标(g/km)	96	91	93	91	95	101	103	94	94	95
乘用车总销量(欧洲市场)	368	187	224	104	103	104	101	97	72	1360
扣减比例	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
扣减车辆数	18	9	11	5	5	5	5	5	4	
扣减后乘用车辆数	350	178	213	99	98	99	96	92	68	
17年柴油车碳排(g/km)	118	118	118	118	118	118	118	118	118	
17年柴油车销量	169	75	101	44	45	62	62	34	6	
17年柴油车占比	46%	40%	45%	42%	44%	60%	61%	35%	8%	
17年汽油车碳排(g/km)	123	123	123	123	123	123	123	123	123	
17年汽油车销量(20年需扣减5%乘用车总销量)	173	101	101	49	50	31	31	50	26	
17年汽油车占比	52%	59%	50%	52%	54%	35%	36%	57%	41%	
17年传统车的碳排	121	121	121	121	121	120	120	121	122	
燃油车碳排下降幅度(假设)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
202N年超级积分数量乘数	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
202N年燃油车平均碳排	115	115	114	115	115	114	114	115	116	
EV碳排(g/km)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EV销量	20.6	15.2	12.8	7.6	5.7	3.1	2.0	5.3	4.1	76.3
EV占电动车总销量比重(假设)	90%	90%	70%	80%	80%	90%	80%	70%	70%	6%
PHEV碳排(g/km)	49	49	49	49	49	49	49	49	49	
PHEV销量	2.3	1.7	5.5	1.9	1.4	0.3	0.5	2.3	1.8	17.6
PHEV占电动车销量比重(假设)	10%	10%	30%	20%	20%	10%	20%	30%	30%	1%
HEV碳排(g/km)	90	90	90	90	90	90	90	90	90	
HEV销量(根据HEV专题1测算给定)	0.0	0.0	18.0	0.0	6.0	0.0	1.0	6.0	65.0	96
HEV渗透率	0%	0%	8%	0%	6%	0%	1%	6%	90%	7%
202N年EV+PHEV总销量	22.9	16.8	18.3	9.5	7.1	3.5	2.4	7.6	5.9	94.0

2025年欧洲电动车渗透率达25%才能满足碳排目标要求，5年CAGR达30%

202N年欧洲重要车企电动车销量预测

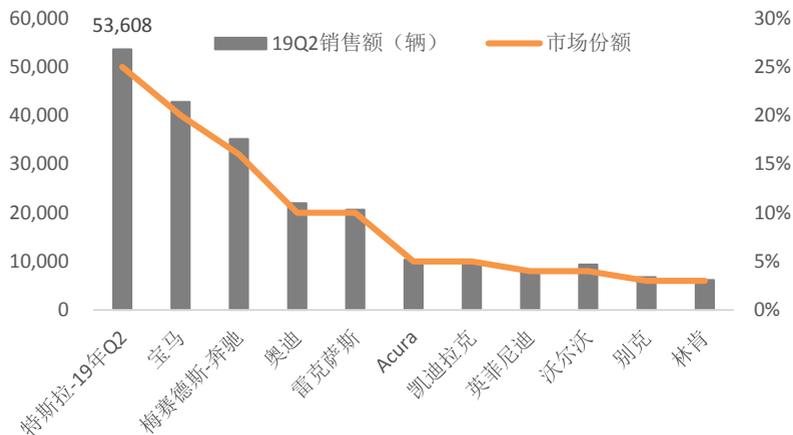
单位：万辆	2020合计	2021合计	2025合计	2030合计
202N碳排目标 (g/km)	95	95	81	59
乘用车总销量(欧洲市场)	1360	1374	1409	1428
202N年燃油车总销量	1266.0	1244.0	1060.7	772.2
HEV销量（根据HEV专题1测算给定）	96.0	136.0	355.0	360.0
HEV渗透率	7%	10%	25%	25%
EV销量	76.3	106.2	278.5	590.2
EV渗透率	6%	8%	20%	41%
PHEV销量	17.6	24.2	69.6	65.6
PHEV渗透率	1%	2%	5%	5%
202N年电动车 (PHEV+BEV) 总销量	94.0	130.4	348.1	655.8
202N电动车 (EV+PHEV) 渗透率	7%	9%	25%	46%
YOY/2020-25CAGR/2025-30CAGR	71%	39%	30%	14%

- 2020年欧洲电动车销量预计94万辆，2021年同比增长39%，电动化率7%，其中BEV销量为76.3万辆，PHEV销量为17.6万辆；HEV销量为96万辆，渗透率为7%。
- 2025年欧洲电动车销量预计348.1万辆，2020-2025年复合增速为30%，电动化率25%，其中BEV销量为278.5万辆，PHEV销量为69.6万辆；HEV销量为355万辆，渗透率25%。
- 2030年欧洲电动车销量预计655.8万辆，2025-2030年复合增速为14%，电动化率46%，其中BEV销量为590.2万辆，PHEV销量为65.6万辆；HEV销量为360万辆，渗透率25%。

美国：Tesla已占据豪车市场1/4份额，明年增量来自于Model Y

- 19年Q2，Tesla已占据美国豪车市场1/4份额，竞争力惊人。
- 明年美国主要增量来自于特斯拉 Model Y，此车型预计明年年中生产（原预计年底），SUV为美国第一大车型（42%），Model Y 有望复制 Model 3的辉煌。
- 预计明年特斯拉在美销量为30万，同增40%，2020年美国电动车合计销量为45万辆，同增25%。

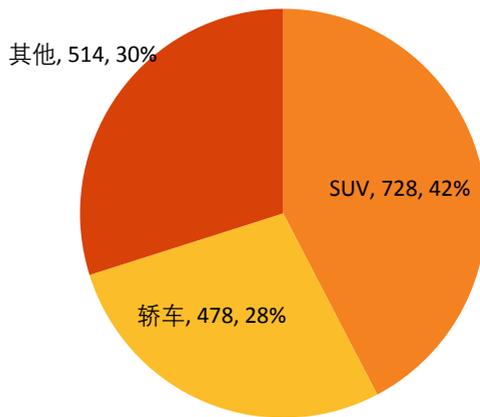
19Q2 Tesla占据美国豪华车市场1/4份额



表：美国明年重磅电动车型

品牌	车型	级别	技术路线	纯电续航/km	带电量/KWh	售价 (万元)	所属车型平台	预计交付
特斯拉	Model Y	B级SUV	EV	480/540	75	4.8-6.1万美元	与Model 3共平台	2020年下半年
福特	野马 Mach-E	跨界SUV	EV	420/450/540/600	70/90	5.99万美元	C2平台	2020年底
美国通用	雪佛兰 Bolt EUV	跨界SUV	EV	383	60	4万美金	Bolt EV	2020年

图：2018年美国SUV销量占比为42%



表：美国电动车销量预测表

美国销量 (万辆)	16年	17年	18年	19年Q1-3	19年E	20年E
销量	16.1	19.7	35.3	23.0	36	45
YoY		23%	79%	2%	2%	25%
特斯拉	4.8	5.0	19.2	13.9	21.43	30
YoY		0.1	2.8	22%	12%	40%
其他车企	11.3	14.7	16.1	9.1	14.6	15
YoY		30%	10%	-19%	-10%	3%

海外车企陆续制定电动车规划，2020-2022年将迎来第一轮车型投放周期

表：主要车企电动车规划梳理表

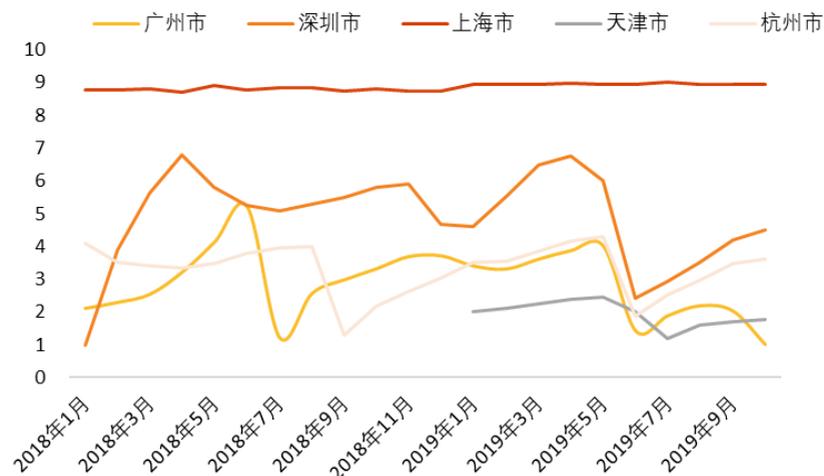
	车企	销量目标	车型规划
欧系	大众	2025年BEV渗透率为25%，年销300万辆	截至2025年推出80多款电动车，包括50款BEV、30款PHEV，2030年全面电动化
	宝马	2021年销量为2019年两倍，约30万辆。至2025年复合增速为30%	截至2023年推出25款电动车，其中BEV至少为13款
	PSA		至2021年推出15款电动车，包括7辆PHEV、7辆BEV，至2025年所有车型均配有电动版
	雷诺日产	至2022年，电动车（包括HEV）销量达100万	至2022年雷诺推出8款电动车，日产将推出20款电动车
	戴姆勒	到2030年，电动车（纯电动+插电式混动）销量将占据奔驰乘用车总销量的一半以上	2022年前推出10款电动车
美系	福特		2019年在欧洲地区推出8款电动车，计划到2024年在欧洲再推出9款电动车（包括2辆深混）。在2022年前实现50%以上汽车电动化（包括HEV）。
	FCA	2022年15%车系为纯电动，20%为混合动力	到2022年，推出12款电气化车企（BEV、PHEV、HEV、MHEV）
	通用		2023年推出20款新的电动汽车
日韩	丰田	2030年，预期HEV和PHEV合计销量达到450万辆及以上；预期BEV和FCEV合计销量达到100万辆以上；	2020年前推出10款BEV车型。公司规划2025年所有车型均配置电动化版本
	本田	在2030年使全球汽车销售量的三分之二转化为电动车（BEV/PHEV/FCEV）	2018年至2025年在中国投放20款以上电动化车型
	现代起亚	至2025年合计电动车销量为167万辆，占比26%，其中BEV销量为85万辆	到2025年推出38款新能源汽车，其中14款BEV

下一个预期差来自国内——明年合资放量， 宁德或为最大赢家

补贴大幅退坡叠加燃油车牌照价格下滑，今年下半年电动车销量遇冷

- 19年乘用车补贴政策较18年下滑50-60%。
- 6月国家出台《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案》，要求限牌城市增加燃油车牌照指标，导致深圳、广州、杭州、天津的燃油车牌照价格大跌1-5万元，“比价效应”下电动车牌照吸引力大幅削弱。
- 6月起补贴过渡期结束+燃油车牌照价格大跌，电动车销量同比开始大幅下滑，10月销量只有7.5万辆，同比减少46%，行业进入低迷期。

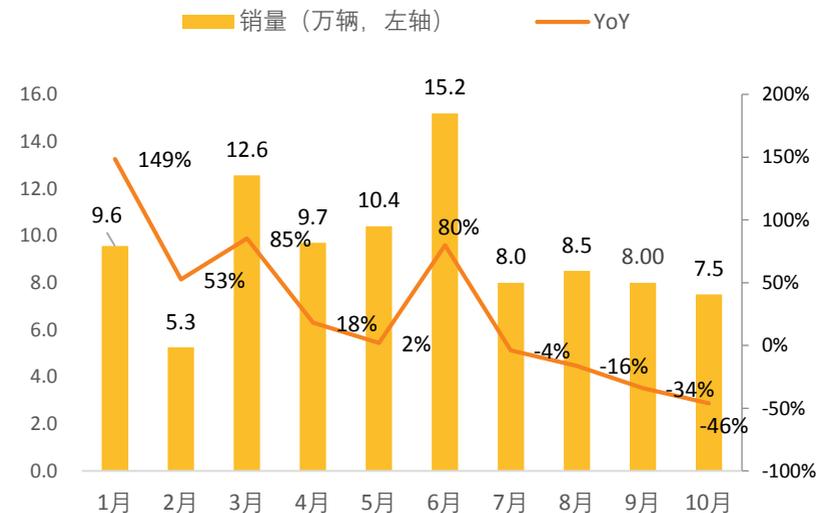
图：限牌城市个人燃油车牌照竞价最低价（万元）



表：2019年新能源乘用车补贴政策

里程补贴金额						
里程补贴标准：万元	纯电动续驶里程 R(工况法)：km					
	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	400≥R	
2018年	1.5	2.4	3.4	4.5	5	
2019年	0	0	1.8	1.8	2.5	
变动	-100.0%	-100.0%	-47.1%	-60.0%	-50.0%	
电池系统能量密度调整系数						
调整系数	电池系统能量密度E：Wh/kg					
	105≤E<120	120≤E<125	125≤E<140	140≤E<160	160≥E	
2018年	0.6	1	1	1.1	1.2	
2019年	0	0	0.8	0.9	1	
变动	-100.0%	-100.0%	-20.0%	-18.2%	-16.7%	
车辆能耗调整系数						
调整系数	百公里电耗优于政策的比例Q					
	0%≤Q<5%	5%≤Q<10%	10%≤Q<20%	20%≤Q<25%	25%≤Q<35%	Q≥35%
2018年	0.5	1	1	1	1.1	1.1
2019年	0	0	0.8	1	1	1.1
变动	-100.0%	-100.0%	-20.0%	0.0%	-9.1%	0.0%

图：新能源乘用车销量与增速



明年可以乐观：双积分托底乘用车销量（130万），增量来自合资与国产Model 3

表：2019年双积分测算

项目	单位	2018年	2019年E	2020年极端预测	2020年中性预测
2016年工信部测算燃料积分缺口	万分	84	147	242	242
测算燃料积分缺口	万分		166	300	300
传统乘用车销量	万辆	2315	2100	2200	2200
新能源积分考核比例			10%	12%	12%
新能源积分达标值	万分		210	264	264
合计需要新能源积分	万分		376	564	564
当年实际新能源积分	万分		445	495	564
结转至下一年积分	万分		69	0	69
单车积分	分/辆		4.3	4.4	4.4
对应新能源乘用车	万辆	100	103	113	128
YoY			3%	9%	24%

表：合资车企2019下半年-2020年新推出车型

合资车企	19下半年-2020年推出车型	电芯供应商
上汽大众	大众ID.、大众ID.3 国产、ID Lounge、ID ROOM. ZZ、斯柯达VISION iV、朗逸纯电	CATL、时代上汽
一汽大众	高尔夫·纯电、宝来·纯电、大众ID.初见 国产、奥迪e-tron 国产、奥迪Q2L、奥迪Q4 e-tron 国产、奥迪e-tron Sportback	CATL、时代上汽
上汽通用	雪佛兰MENLO EV	时代上汽（持股51%）
北京奔驰	EQC、EQA	CATL
北京现代	Sonata、昂希诺纯电动、领动	昂希诺由CATL供应
华晨宝马	ix3、Mini Rocketman	CATL独供
广汽丰田	i A5、C-HR	i A5由CATL供应
东风标致	东风标致508 PHEV、东风标致508L PHEV、东风标致4008、东风标致301	CATL
东风日产	日产（奇骏）	CATL
东风悦达起亚	悦达起亚 K3、悦达起亚 华骐300E、悦达起亚 KX3、悦达起亚 K5	CATL独供
东风雷诺	雷诺e诺	欣旺达

- 基于2018年燃料积分数据，我们预计2019-2020年燃料积分缺口为166万分、300万分（16年工信部测算为147万、242万），中性预测（2021年燃料积分缺口压力较大，积分库存不可避免）明年双积分托底乘用车约130万。
- 明年主要增量来自于合资车企与国产Model 3。
- 合资车企自19下半年起已大量推出新车型，预计合资增加20万。合资品牌供应商基本为CATL。
- 特斯拉国产Model 3年底已开始交付，一期产能15万辆，保守预计明年销售10万辆。

计提大额销售返利锁定订单，明年宁德销售收入有保障

- 为了加强客户合作、促进产品销售，宁德时代与部分客户约定一定期间作为销售返利的结算期间，并设定销售目标，累计实现销售目标后按约定给予相应的优惠，公司会根据预计情况，按照扣除返利的净额确认收入，并且计提预计负债。
- 2019年中报披露公司返利余额为22.4亿元，期初值为8.3亿元，考虑到上半年电动车销量较好，预计期初8.3亿返利已执行完毕，因此上半年计提返利约22.4亿元。
- 销售返利实现周期一般为1-2年，因此返利计提金额对应当年与次年收入，占销售收入比重约8%，上半年计提返利对应订单约280亿元，年化为560亿元，明年收入有保障。

表：宁德时代销售返利表（亿元）

		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年H1
预计负债-返利	期初余额		3.1	2.6	7.1	8.3
	当期计提返利金额	3.1	6.6	14.0	27.8	22.4
	当期实现返利金额	0	7.2	9.5	26.6	8.3
	期末余额		2.6	7.1	8.3	22.4
返利实现情况	第一年（当年）		4.2	6.9		
	第二年	2.9	2.4			
	第三年	0.2				
计提返利锁定订单	当年营业收入	49.8	139.8	166.6	245.2	
	销售返利对应次年收入	139.8	166.6	245.2	450	
	锁定收入	94.8	153.165	205.86	347.6	280
	当期计提返利/锁定收入	3.3%	4.3%	6.8%	8%	8%

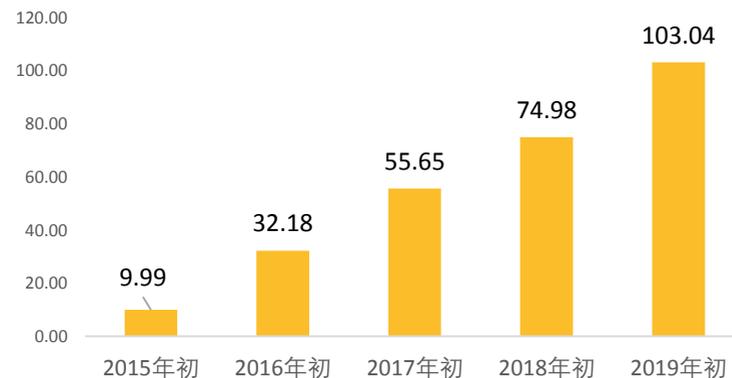
行业景气期减轻财务包袱：设备加速折旧一次性增加2019年7.5亿折旧

- 19年4月，公司决定将设备折旧由5年提前为4年，公司预计增加2019年折旧7.54亿元，但未对2020年影响做出预期。
- 新购置设备未加速折旧。2018年期初设备账面为75亿元，期末账面未103亿元，当期折旧18.76亿元，以4年期折旧计算，当期折旧21.1亿元，增加2.4亿元，与公司预计差距较大，我们判断新购置设备未加速折旧。
- 我们认为加速折旧大部分可能为2016年购置的设备，原折旧期满为2020年，现公司在2019年提出将此部分设备折旧截至日期提前至2019年，两年折旧合并至一年，一次性增加折旧8.3亿元，金额与公司预计大致吻合，预计2020年折旧压力大幅减小。

图：2018年折旧测算

单位：亿元	金额
2018年期初账面	75.0
2018年期末账面	103.0
实际当期折旧（5年期）	18.76
以4年折旧	21.1
增加折旧	2.4
公司预计影响2019年增加折旧	7.54

图：公司设备账面原值（亿元）



图：更改折旧年限测算

单位：亿元	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
原折旧	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
按4年期进行折旧	8.3	8.3	8.3	16.7	
更改折旧年限增加折旧				8.3	-8.3

投资建议

盈利预测：预计明年归母净利润为60亿元，同比增长27%

□ 中性预测明年国内电动车销量达150万辆，由于合资品牌新车型大部分为宁德配套，预计宁德市占率有望进一步提升至55%，预计明年宁德动力电池装机44.6Gwh，归母净利润达60亿元，同比增长27%，动态估值34X。

表：CATL盈利预测表

项目	单位	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2025年
-国内装机量	Gwh	56.97	57.50	78.00	138.36	450
-CATL渗透率		41%	52%	55%	50%	35%
-海外装机量	Gwh	34.16	53.00	86.35	156.00	457
-CATL渗透率		0%	1%	2%	5%	15%
-装机量	Gwh	23.36	31.36	44.63	76.98	226
-出货量	Gwh	21.31	33.41	48.35	83.39	245
YoY/5年CAGR		80%	57%	45%	72%	38%
单价	元/wh	1.15	1.05	0.95	0.85	0.7
动力电池收入	亿元	245	351	457	709	1714
毛利率		34%	29%	27%	25%	22%
材料业务收入	亿元	39	57	71	83	145
毛利率		23%	25%	26%	26%	25%
储能业务收入	亿元	2	9	12	16	45
毛利率		19%	20%	20%	20%	20%
合计营业收入	亿元	296	416	540	808	1904
YoY/5年CAGR		48%	41%	30%	50%	29%
归母净利润	亿元	34	47	60	77	152
YoY/5年CAGR		-13%	40%	27%	28%	20%
PE			43	34	27	13

估值重塑：核心看竞争力，如果市场确认公司相较日韩拥有竞争优势，估值有望进一步抬升

- 市场愿意给拥有核心竞争力的公司更高的估值。从市场两大“明星股”可以看出，市场给予的估值中枢逐步抬升。
- 目前市场的担忧在于不能确认公司是否较日韩动力巨头拥有竞争优势，因此估值一直处于35-50区间，估值中枢约43。
- 我们认为市场正处于对宁德竞争力重估的阶段，估值中枢有望突破45。目前公司确认宝马A供已开始让市场开始相信宁德的竞争力，后续国内市场的直接竞争中，我们认为公司有实力战胜日韩巨头，估值中枢有望突破45倍，以60亿利润计算，对应市值2700亿元，市值空间31%，继续给予“买入”评级。

图：CATL历史PE图



图：恒瑞医药历史PE图



图：贵州茅台历史PE图



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS