

## 与特斯拉强强联合，中国龙头迈向世界龙头

### ——宁德时代（300750）系列跟踪报告之五

买入（维持）

日期：2020年02月04日

**事件：**公司2020年2月3日发布与特斯拉开展业务合作的公告，称公司拟与特斯拉签订协议，约定宁德时代将于2020年7月至2022年6月向特斯拉供应锂离子动力电池产品，协议未确定采购数量及金额，最终销售金额以特斯拉发出的采购订单实际结算为准。

#### 投资要点：

- **动力电池龙头地位稳定，业绩快速增长：**根据工信部数据，2019年公司国内装机电量达32.06GWh，市占率达51.40%，同比增加13.9pct，根据GGII数据，19年国内装机电量32.31GWh，市占率51.79%。无论哪个口径，公司市占率均稳居国内第一。根据公司今年1月22日公布的业绩预告，公司预计在2019年实现归母净利润40.64-49.11亿元，同比增长20%-45%，凭借在国内动力电池领域的绝对龙头地位，公司业绩增长稳定。
- **产能大幅扩张，出货量有望进一步提升：**2019年公司图林根和宜宾电池工厂相继开工，产能扩张步伐加快。根据公司公告测算，公司2020-2022年预计产能将分别达到99.3/120.9/163.9GWh。随着与特斯拉合作的展开以及特斯拉上海工厂投产叠加公司产能加速扩张，公司出货量有望进一步提升，未来业绩仍有较大增长空间。
- **价格缓慢下降，毛利率有望维持较高水平：**预计19-21年公司动力电池价格分别为1.03、0.92、0.84元/Wh，同比下降10.4%、10.7%、8.7%，随着公司CTP技术应用、811逐步替代、原材料成本下降以及包含特斯拉在内的诸多大客户定点研发相继完毕，预计公司成本仍有较大下降空间。预计19-21年综合毛利率维持在28.6%、28.2%、27.6%。
- **盈利预测与投资建议：**预计19-21年营业收入423.40、594.70、792.31亿元，归母净利润分别为45.91/61.61/77.51亿元，EPS分别为2.08/2.79/3.53元股。考虑公司稳居国内市场第一，海外市场占有率有望提升，给予公司2021年45倍PE，目标价157.94元，维持买入评级。

	2018年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	296.11	423.40	594.70	792.31
增长率(%)	48.08	42.99	40.46	33.23%
净利润(亿元)	33.87	45.91	61.61	77.51
增长率(%)	-12.66	35.54	34.21	25.80
每股收益(元)	1.64	2.08	2.79	3.53
市盈率(倍)	47.83	64.72	48.22	38.33

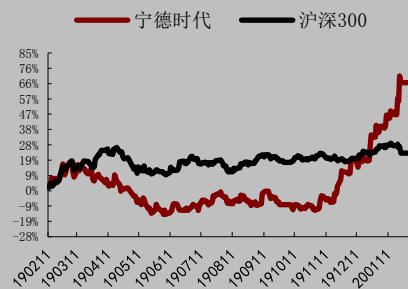
数据来源：WIND，万联证券研究所

- **风险因素：**新能源汽车产业政策变化风险，新产能和新技术开发风险，毛利率下降风险，订单量不及预期风险。

#### 基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	瑞庭投资/26.04%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,208.40
流通A股(百万股)	1,202.59
收盘价(元)	135.36
总市值(亿元)	2,989.29
流通A股市值(亿元)	1,627.83

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2020年02月03日

#### 相关研究

万联证券研究所 20191015\_公司事项点评\_AAA\_宁德时代(300750)点评报告\_市场份额不断提升，弥补行业下滑，前景依旧可期  
万联证券研究所 20190826\_宁德时代半年报点评\_AAA\_动力电池毛利率下滑，不改综合盈利能力改善  
万联证券研究所 20190714\_宁德时代19H1业绩预告点评\_AAA\_市占率持续提高，净利润率环比略有下滑

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhouchl@wlzq.com.cn

研究助理：江维

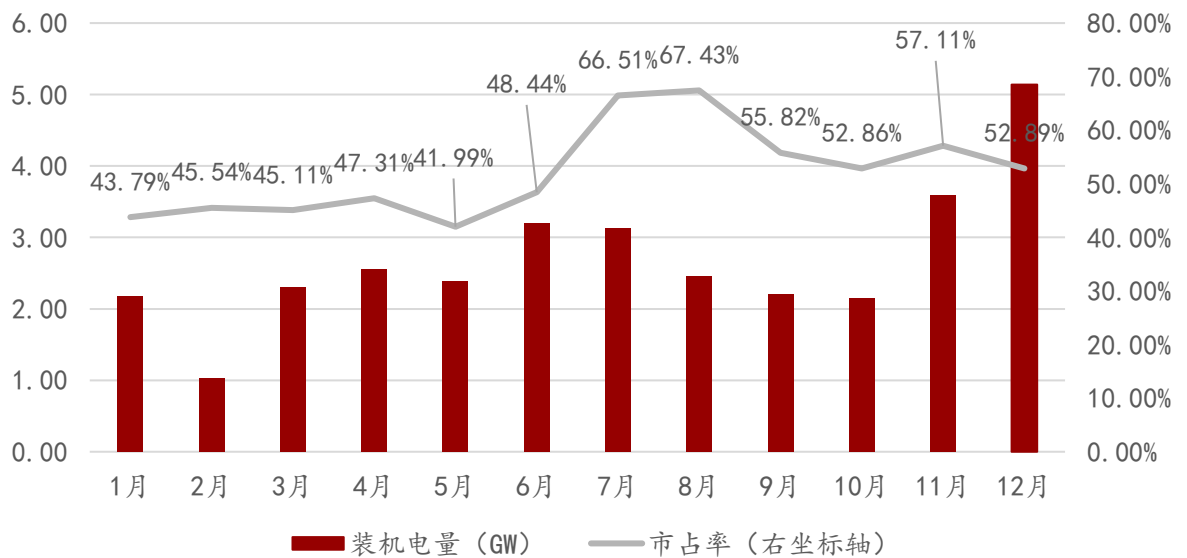
电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

## 1、市场份额不断提升，国内龙头地位稳固

公司19年全年市占率高达51.40%，稳居国内第一。根据GGII数据，公司2019年市占率从上半年的40%-50%提升至下半年的50%以上，其中8月市占率最高达到67.43%。由于2019年新能源汽车补贴政策的调整，国内动力电池厂商面临较大的生存压力，宁德时代抓住机会，在此情况下，凭借自身的技术和成本优势，进一步提升了市场份额，稳固了其行业龙头的地位。

图表1：2019年1-12月宁德时代装机量（GWh）及市占率情况



资料来源：GGII，万联证券研究所

## 2、客户基础深厚，与国内外知名车企合作

公司客户涵盖范围极广，与国内外知名车企形成稳定供货关系。国内主要车企如北汽、上汽、吉利、宇通、广汽、长安、东风、金龙和江铃等均与宁德时代签订了较大的订单。

图表2：2019年公司国内主要车企客户

排名	车企	装机电量 (GWh)	台数
1	北京汽车	4.14	76104
2	宇通客车	3.76	20820
3	吉利汽车	1.93	44536
4	广汽乘用车	1.82	31465
5	上海汽车	1.65	39161
6	北汽新能源	1.56	33461
7	蔚来汽车	1.26	17880
8	东风汽车	1.26	24111
9	中通客车	1.13	6878
10	威马汽车	0.91	16975
21	一汽大众	0.45	11772
22	厦门金龙	0.45	2193
23	中汽宏远	0.42	1781
24	上汽通用	0.35	8100
25	申沃客车	0.35	1090
26	小鹏汽车	0.34	5049
27	亚星客车	0.31	1708
28	东风日产	0.30	7765
29	北汽福田	0.25	1687
30	申龙客车	0.24	1254
31	奇瑞汽车	0.21	3991

11	山西新能源汽车	0.80	15313	32	丹东黄海	0.21	784
12	长城汽车	0.74	23285	33	上汽通用五菱	0.18	7795
13	长安汽车	0.62	12618	34	安凯汽车	0.18	1296
14	苏州金龙	0.59	2995	35	合众新能源	0.18	5138
15	湖南中车	0.59	3104	36	中国重汽	0.17	654
16	中国一汽	0.56	9689	37	江淮汽车	0.16	2337
17	上汽大众	0.56	29919	38	万象汽车	0.14	1369
18	中车时代	0.55	2824	39	瑞驰汽车	0.13	3220
19	厦门金旅	0.49	3148	40	广汽丰田	0.13	2239
20	华晨宝马	0.48	33004	41	北京现代	0.12	3657

资料来源: GGII, 万联证券研究所

此外, 公司持续加快海外扩张, 已与大众、宝马、沃尔沃、戴姆勒、丰田、现代和捷豹路虎等车企开展了广泛的合作, 其中更是与大众、宝马、沃尔沃等车企签订了大额订单, 为公司拓宽了未来利润增长点。

图表 3: 2019 年公司国外主要车企客户

车企	合作情况
大众	MEB项目平台电池供应商; 与大众(拉美)卡客车公司签订长期战略合作协议, 为其全新电动货车系列配套动力电池
宝马	2020年-2031年共73亿欧元(约合人民币569亿元)采购合同, 其中45亿来自宝马集团, 28亿来自华晨宝马中国生产基地
沃尔沃	SPA2、CMA全平台供应电池模组, 为下一代电动车及极星(Polestar)车型提供电池
戴姆勒	自2021年开始, 为梅赛德斯-奔驰全球电动卡车组合eActros、Freightliner eCascadia和Freightliner eM2提供电池模块
丰田	签署电池供应合同, 细节未透露
现代	为Enocino电动车(海外版为Kona)提供电池
捷豹路虎	签署战略合作意向书

资料来源: 公开信息整理, 万联证券研究所

### 3、产能加速扩张, 业绩增长空间广阔

公司近年来持续加大产能扩张力度, 今年6月, 公司将德国图林根工厂的投资从2.4亿欧元提高至18亿元; 12月, 四川宜宾电池工厂开工, 公司拟投资100亿, 规划产能30GWh。

图表 4: 公司 2016-2022E 产能情况

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	规划
福建宁德	6.1	15.1	27.0	35.0	43.0	43.0	43.0	湖东 19GWh+湖西 24GWh
青海西宁	1.5	2.0	3.0	4.0	6.3	6.3	6.3	6.3GWh(含技改)
溧阳一二期			2.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10GWh(分两期)
溧阳三期					20.0	20.0	20.0	三期, 投资不超过 74 亿
德国图林根						7.0	14.0	2022 年达产 14GWh
时代上汽				4.0	8.0	18.0	36.0	共 36GWh, 一期 18GWh
时代广汽					4.0	7.0	10.0	未披露, 预计 10GWh
东风时代				4.0	8.0	9.6	9.6	2020 年达产 9.6GWh
四川宜宾一二期							15.0	共 30GWh, 一期 15GWh
<b>产能合计</b>	<b>7.6</b>	<b>17.1</b>	<b>32.0</b>	<b>57.0</b>	<b>99.3</b>	<b>120.9</b>	<b>163.9</b>	

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

根据马斯克在特斯拉四季报电话会议中披露的情况看, 目前特斯拉上海工厂将采用松下、LG和宁德时代三家厂商的电池, 同时其承诺将于今年年底前实现100%国产化。这将意味着, 三家电池厂商在国内的产能将很大程度上决定其获得的订单量。目前来看, 松下在国内产能为5GWh, LG大约为6GWh, 而宁德时代在产能上占有绝对优势。因此, 随着特斯拉上海工厂满负荷生产, 预计宁德时代将获得特斯拉国内最大份额的订单量。

**风险因素:** 新能源汽车产业政策变化风险, 新产能和新技术开发风险, 毛利率下降风险, 订单量不及预期风险。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>53911</b>	<b>55145</b>	<b>71532</b>	<b>92558</b>	<b>营业收入</b>	<b>29611</b>	<b>42340</b>	<b>59470</b>	<b>79231</b>
货币资金	27731	25704	29612	37166	营业成本	19902	30241	42694	57350
应收及预付	16832	20780	29896	39629	营业税金及附加	171	242	332	448
存货	7076	6599	9744	13236	销售费用	1379	1694	2379	3169
其他流动资产	2272	2061	2280	2527	管理费用	1591	2117	2974	3962
<b>非流动资产</b>	<b>19972</b>	<b>26722</b>	<b>32222</b>	<b>36472</b>	财务费用	(280)	(788)	(796)	(936)
长期股权投资	965	965	965	965	研发费用	1991	2964	4163	5546
固定资产	11575	15325	17825	19075	资产减值损失	975	198	86	92
在建工程	1624	4624	7624	10624	公允价值变动收益	(314)	0	0	0
无形资产	1346	1346	1346	1346	投资净收益	184	0	0	0
其他长期资产	4462	4462	4462	4462	<b>营业利润</b>	<b>4168</b>	<b>5671</b>	<b>7639</b>	<b>9600</b>
<b>资产总计</b>	<b>73884</b>	<b>81867</b>	<b>103754</b>	<b>129031</b>	营业外收入	62	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>31085</b>	<b>34077</b>	<b>49567</b>	<b>66717</b>	营业外支出	26	0	0	0
短期借款	1180	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>4205</b>	<b>5671</b>	<b>7639</b>	<b>9600</b>
应付及预收	23893	27656	40605	54766	所得税	469	705	931	1161
其他流动负债	6012	6421	8963	11951	<b>净利润</b>	<b>3736</b>	<b>4966</b>	<b>6708</b>	<b>8439</b>
<b>非流动负债</b>	<b>7599</b>	<b>7599</b>	<b>7599</b>	<b>7599</b>	少数股东损益	349	376	547	688
长期借款	3491	3491	3491	3491	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3387</b>	<b>4591</b>	<b>6161</b>	<b>7751</b>
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	6881	6332	9429	12506
其他非流动负债	4108	4108	4108	4108	EPS (元)	<b>1.54</b>	<b>2.09</b>	<b>2.81</b>	<b>3.53</b>
<b>负债合计</b>	<b>38684</b>	<b>41675</b>	<b>57166</b>	<b>74315</b>	<b>主要财务比率</b>				
股本	2195	2195	2195	2195	<b>至12月31日</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2020E</b>
资本公积	21373	21373	21373	21373	<b>成长能力</b>				
留存收益	11565	16181	22031	29470	营业收入	48.08%	42.99%	40.46%	33.23%
归属母公司股东权益	32938	37554	43404	50843	营业利润	-13.73%	36.06%	34.69%	25.67%
少数股东权益	2262	2637	3184	3872	归属于母公司净利润	-12.66%	35.54%	34.21%	25.80%
<b>负债和股东权益</b>	<b>73884</b>	<b>81867</b>	<b>103754</b>	<b>129031</b>	<b>获利能力</b>				
					毛利率	32.79%	28.57%	28.21%	27.62%
					净利率	14.20%	13.40%	12.84%	12.12%
					ROE	10.28%	12.22%	14.20%	15.24%
					ROIC	34.27%	25.14%	30.13%	37.06%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	52.36%	50.91%	55.10%	57.60%
					净负债比率	109.90%	103.69%	122.71%	135.82%
					流动比率	1.73	1.62	1.44	1.39
					速动比率	1.48	1.40	1.22	1.16
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.48	0.54	0.64	0.68
					应收账款周转率	2.09	2.14	2.09	2.11
					存货周转率	3.79	4.58	4.38	4.33
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.54	2.08	2.79	3.53
					每股经营现金流	5.16	3.25	5.57	7.23
					每股净资产	15.01	17.11	19.77	23.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.83	64.72	48.22	38.33
					P/B	4.92	7.91	6.85	5.84
					EV/EBITDA	20.37	43.61	28.87	21.16

数据来源: wind, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场