

2020年03月30日

公司研究

评级：买入（上调）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn

证券分析师：尹斌 S0350518110001

yinb@ghzq.com.cn

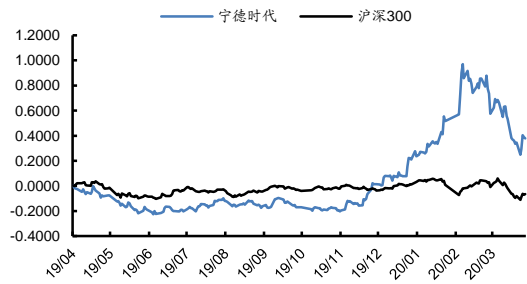
联系人：赵彬凯 S0350120030003

zhaobk@ghzq.com.cn

巨头全面卡位，将再续辉煌

——宁德时代（300750）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
宁德时代	-12.5	13.9	39.9
沪深300	-5.8	-9.1	-4.2

市场数据

2020-03-27

当前价格（元）	118.71
52周价格区间（元）	63.87 - 169.89
总市值（百万）	262159.13
流通市值（百万）	142759.40
总股本（万股）	220839.97
流通股（万股）	120258.95
日均成交额（百万）	1654.83
近一月换手（%）	55.61

相关报告

《宁德时代（300750）中报点评：H1业绩高速增长，期待龙头持续发力》——2019-08-25

《宁德时代（300750）事件点评：业绩符合预期，独角兽强势拓展海外》——2019-07-15

《宁德时代（300750）事件点评：一季报高速增长符合预期，龙头卡位后补贴时代》——2019-04-28

《宁德时代（300750）事件点评：业绩符合预期，势头依旧强劲》——2019-01-30

《宁德时代（300750）事件点评：业绩大超预期，龙头势头强劲》——2018-10-28

投资要点：

■ **2019年业绩稳定向上，未来将再上台阶。**依据2019年业绩快报，公司全年实现营收455.5亿元，同比增长54%；实现归母净利润43.6亿元，同比增长29%；Q4单季度，公司实现营收126.9亿元，同比增长21.1%，实现归母净利润8.92亿元，同比下滑11.6%。公司全年业绩整体保持稳定向上，单季度业绩有所下滑。Q4盈利能力下滑主要来源于电池单价下行导致产品毛利率下滑。展望未来，短期疫情对行业需求及公司业绩有一定扰动；但从中长角度来看，公司在客户、产品、技术、研发、全球产能扩张、资源把控及盈利能力等诸多方面的优势，将持续夯实公司在全球的领导地位。

■ **稳居全球市占率首位，优质客户夯实发展基础。**公司在全球动力电池出货量从2016年的14%上升至2019年的29%，并且呈现稳步提升的态势。我们认为，随着全球布局提速以及产能快速扩张，公司在市占率将有望进一步提升。在国内，公司包括上汽、吉利、宇通、北汽、广汽、长安、东风、金龙和江铃等传统车企，以及蔚来、威马、小鹏等新兴车企。在海外，公司持续拓展了特斯拉、宝马、戴姆勒、现代、捷豹路虎、标致雪铁龙、大众和沃尔沃等国际车企巨头。

■ **定增募资加码电池产能，规模优势凸显。**至2019年末，公司拥有49GWh自有产能。公司近期发布定增预案，拟募资不超过200亿元，用于湖西锂离子电池扩建项目、江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目（三期）、四川时代动力电池项目一期、电化学储能前沿技术储备研发项目，合计新增产能52GWh；另外公司公告拟自筹不超过100亿元投建宁德车里湾锂离子电池生产基地项目，预计新建16GWh产能。依据规划，预计公司2020年底拥有60GWh产能，2023年底可投产158.5GWh自有产能（包括德国图林根工厂），其规模优势极其明显。

加码储能业务，打造新增长点。公司此次定增项目包括投资30亿元用于电化学储能研发，未来有望打造新的业绩增长点。从行业上来看，电网类项目持续投放，用户侧、电网侧、调峰调频等环节的储能电池应用场景迅速增多，成本下行驱动产品大规模应用的核心逻辑使储能电池近年来出货量CAGR超过100%，市场规模增长迅速。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

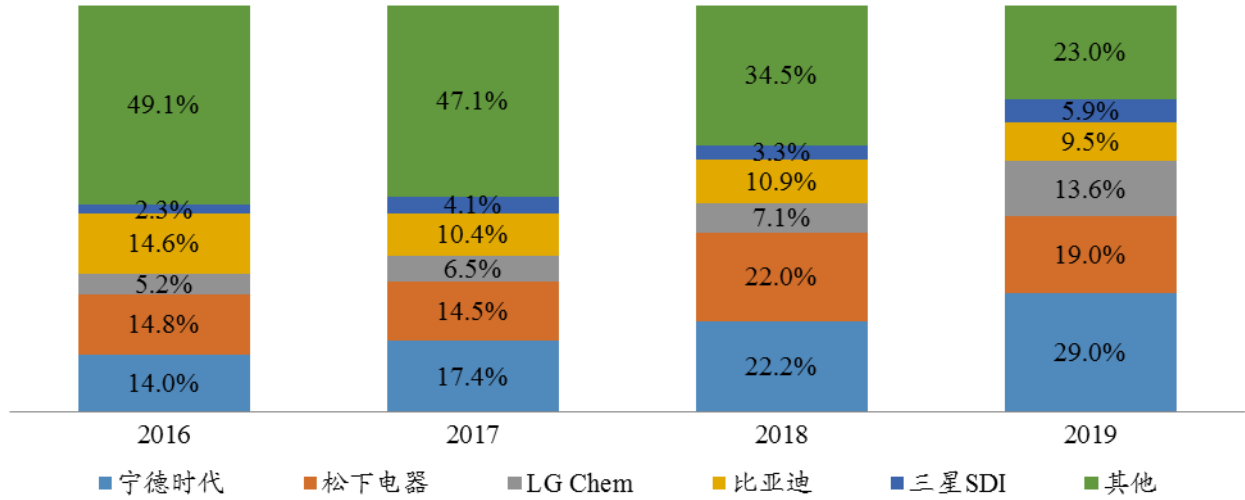
储能技术目前仍处在快速发展阶段，技术可提升空间大，公司进一步加大研发投入，以持续保持企业核心竞争力，为未来储能产品的大规模应用奠定技术基础，前景巨大。

- **牵手特斯拉，进一步增强其竞争力。**2月初公司官宣供货特斯拉，是继松下、LGC 之后的第三家特斯拉动力电池供应商，彰显公司在动力电池领域的领跑地位。2019 年特斯拉合计生产 36.52 万辆电动车，交付 36.77 万辆，产销居全球首位。随着特斯拉的在全球深化布局，未来宁德时代将有望获得更多的市场份额，进一步增强其核心竞争力。
- **研发投入全球领先，技术优势明显。**公司 2019 年前三季度研发费用 22.6 亿元，同比增长 96.5%，研发投入水平超过 LG Chem、松下等头部电池厂旗下电池部门，目前已实现 8 系高镍三元产品的批量出货。此外，公司在 2019 年法兰克福国际车展上推出了全新的 CTP(Cell to Pack) 高集成动力电池开发平台，该技术降本增效显著，使得电池包体积利用率提高了 15-20%，零部件数量减少 40%，生产效率提升了 50%。我们认为，在电池能量密度与车型轻量化要求越来越高的发展趋势下，公司开启了动力电池去模组化的新纪元，其技术优势明显。
- **上调至“买入”评级：**基于审慎性原则，在定增没有最终完成前暂不考虑其对公司业绩及股本影响，目前国内与海外产能有序投放，叠加特斯拉、大众等新增需求将带来较大业绩弹性，预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润 **43.6、50.04、71.73** 亿元，对应 EPS 分别为 **1.98、2.27、3.25** 元。宁德时代作为全球动力电池独角兽，全面卡位，国内疫情缓解将进一步强化其未来竞争优势。同时，受疫情负面影响，股价大幅回调，基于上述因素，上调公司至“买入”评级。
- **风险提示：**政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格低于预期；定增不确定性；大盘系统性风险；疫情的不确定性影响。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	29611	45928	49526	71100
增长率(%)	48%	55%	8%	44%
归母净利润(百万元)	3387	4362	5004	7173
增长率(%)	-13%	29%	15%	43%
摊薄每股收益(元)	1.54	1.98	2.27	3.25
ROE(%)	9.62%	11.24%	11.64%	14.66%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 2016~2019 年全球头部电池企业市占率情况



资料来源: GGII、SPIR, 国海证券研究所

表 1: 公司产能规划情况 (GWh)

生产基地		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
国内 自建 产能	福建宁德(湖东+湖西)	6.1	15.1	27	35	43	43	43	59
	福建宁德(车里湾)	-	-	-	-	-	-	-	16
	青海西宁	1.5	2	3	4	6.5	6.5	6.5	6.5
	江苏溧阳	-	-	2	10	10	35	35	35
	四川时代	-	-	-	-	-	-	-	12
	国内产能合计	7.6	17.1	32	49	59.5	84.5	84.5	128.5
合资 产能	上汽时代	-	-	-	-	4	7	10	13
	东风时代	-	-	-	4	9	9.6	9.6	9.6
	广汽时代	-	-	-	-	-	-	-	-
	时代一汽	-	-	-	-	-	-	-	-
	吉利时代	-	-	-	-	-	-	-	-
	东风时代	-	-	-	-	-	-	-	-
合资产能合计	-	-	-	4	13	16.6	19.6	22.6	
海外 产能	德国图林根	-	-	-	-	0.2	4	14	30
总计		7.6	17.1	32	53	72.7	105.1	118.1	181.1

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

表 2: 宁德时代上游产业布局

时间	涉及环节	合作公司	具体内容
2015	正极材料	广东邦普	收购广东邦普, 截至 2019 年年中持股 53%
2016	钴	嘉能可	签订 4 年供货协议, 提前锁定 2 万吨钴资源
2018	锂	北美锂业	加拿大时代收购北美锂业股权 6776 万股, 持股 43.6%
	镍	北美镍业	持股 25.4%
		格林美、青山钢铁、印度尼西亚 IMIP	子公司广东邦普和合作企业合资建设印尼红土镍矿
2019	正极材料	广东邦普	投资 36 亿元建立宁波邦普, 公司持股 49%
			总投资 91 亿元建设三元前驱体产能 10 万吨
	锂	澳大利亚 Pilbara Minerals	2.6 亿人民币收购 8.5% 股权

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

附表：宁德时代盈利预测表（暂不考虑定增对股本及业绩的影响）

证券代码:	300750.SZ				股价:	118.71	投资评级:	买入	日期:	2020-03-27
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	11%	12%	15%	EPS	1.54	1.98	2.27	3.25	
毛利率	33%	31%	30%	30%	BVPS	15.01	16.50	18.31	20.91	
期间费率	16%	18%	17%	17%	估值					
销售净利率	11%	9%	10%	10%	P/E	55.09	43.02	37.51	26.16	
成长能力					P/B	5.66	5.15	4.64	4.07	
收入增长率	48%	55%	8%	44%	P/S	6.30	4.09	3.79	2.64	
利润增长率	-13%	29%	15%	43%						
营运能力					利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.40	0.51	0.47	0.55	营业收入	29611	45928	49526	71100	
应收账款周转率	1.79	2.15	2.15	2.15	营业成本	19902	31575	34640	49912	
存货周转率	2.81	2.71	2.52	2.44	营业税金及附加	171	321	347	498	
偿债能力					销售费用	1379	2241	2130	3128	
资产负债率	52%	57%	59%	62%	管理费用	3581	5663	5745	8034	
流动比	1.73	1.62	1.83	1.68	财务费用	(280)	(32)	387	384	
速动比	1.51	1.35	1.53	1.34	其他费用/（-收入）	(1105)	(713)	(100)	(288)	
					营业利润	4168	5446	6177	8856	
资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	36	1	1	1	
现金及现金等价物	27731	32795	41220	41590	利润总额	4205	5447	6178	8857	
应收款项	16557	21391	23067	33115	所得税费用	469	654	680	974	
存货净额	7076	11777	13877	20685	净利润	3736	4794	5499	7883	
其他流动资产	2547	4869	5251	7893	少数股东损益	349	431	495	709	
流动资产合计	53911	70833	83415	103284	归属于母公司净利润	3387	4362	5004	7173	
固定资产	11575	10617	11555	12400						
在建工程	1624	1924	4424	5924	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	1346	1346	1224	1101	经营活动现金流	11316	7304	4779	6510	
长期股权投资	965	965	965	965	净利润	3736	4794	5499	7883	
资产总计	73884	90147	106045	128136	少数股东权益	349	431	495	709	
短期借款	1180	1180	1180	1180	折旧摊销	2221	1292	1196	1278	
应付款项	18898	28539	29387	41651	公允价值变动	(314)	0	0	0	
预收帐款	4994	7998	8896	12771	营运资金变动	5325	(24502)	(5904)	(35638)	
其他流动负债	6012	6012	6012	6012	投资活动现金流	(19488)	657	(3438)	(2344)	
流动负债合计	31085	43730	45476	61615	资本支出	(2005)	657	(3438)	(2344)	
长期借款及应付债券	3491	3491	13491	13491	长期投资	(174)	0	0	0	
其他长期负债	4108	4108	4108	4108	其他	(17309)	0	0	0	
长期负债合计	7599	7599	17599	17599	筹资活动现金流	13235	(872)	8999	(1435)	
负债合计	38684	51328	63075	79214	债务融资	297	0	10000	0	
股本	2195	2208	2208	2208	权益融资	6275	0	0	0	
股东权益	35200	38819	42971	48922	其它	6664	(872)	(1001)	(1435)	
负债和股东权益总计	73884	90147	106045	128136	现金净增加额	5064	7090	10340	2731	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的信息提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联

机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。