



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

聚焦动力定成长，潜力无穷赢未来

—— 宁德时代（300750.SZ）深度报告

2020 年 08 月 14 日

程 远 行业分析师

武 浩 研究助理

陈 磊 研究助理

聚焦动力定成长，潜力无穷赢未来

2020年08月14日

本期内容提要：

- ◆ **基因铸造未来，囊括全球主机厂。**公司与宝马合作动力电池起家，车用电池基因决定其动力电池地位，随后也逐步配套奔驰、大众、特斯拉等国际主流车企，2019 年全球市场份额高达 28%且未来订单储备充足，公司将成为全球动力电池领域的头号人物。
- ◆ **电池转换成本较高，成本占据制高点。**此前电动车车型多基于燃油车改造，动力电池设计也相应配合燃油车空间分布，公司凭借其对车用电池的深入理解，与主机厂深度绑定，由于每款车型方案不同，主机厂更换供应商成本也较高。下一代电动车开发大多采用全新平台，车型设计上也与燃油车完全不同，车用电池设计上标准化程度将有所提高，在性能相同的前提下，公司基于技术转化和多方面管控下的成本优势远超竞争对手，有望获得更大的市场份额。
- ◆ **锂电应用领域广阔，储能或是下一次爆发。**随着锂电池成本下降，国内船舶、工程机械等领域用动力电池未来有望逐步放量，小型动力电池近两年也有望快速替换为锂电，动力蓄电池的应用均有望成为公司的潜在市场。储能市场空间巨大，有望承接动力电池再创辉煌。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 51 亿、73 亿、100 亿，EPS 分别为 2.2 元/股、3.2 元/股、4.3 元/股，对应 PE 为 87 倍、60 倍、44 倍，考虑到公司在行业内的龙头地位，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：宏观经济不及预期导致新能源汽车需求低于预期；行业竞争低于预期。

重要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	45788.02	51417.38	72986.96	92367.08
增长率（%）	0.55	0.12	0.42	0.27
归母净利润（百万元）	4560.31	5056.16	7347.46	9981.49
增长率（%）	0.35	0.11	0.45	0.36
EPS（元/股）	2.07	2.17	3.15	4.29
市盈率（P/E）	51.50	86.73	59.68	43.93
市净率（P/B）	6.16	9.92	8.33	6.89

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 08 月 12 日收盘价

证券研究报告

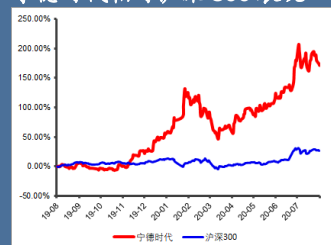
公司研究——深度研究

宁德时代（300750.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

宁德时代相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.08.12）

收盘价（元）	195.73
52 周内股价波动区间（元）	68.28-224.29
最近一月涨跌幅（%）	-4.01
总股本（亿股）	23.29
流通 A 股比例（%）	52.61
总市值（亿元）	4559.48

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

程 远 行业分析师
执业编号：S1500519100002
联系电话：（010）83326755
邮箱：chengyuan1@cindasc.com

武 浩 研究助理
联系电话：+86 10 83326711
邮箱：wuhao@cindasc.com

陈 磊 研究助理
联系电话：+86 10 83326713
邮箱：chenleia@cindasc.com

目 录

投资聚焦:	1
一、锂电巨头，乘风破浪	2
1、十年蜕变，行业龙头	2
2、专注研发，全球布局	2
3、股权结构及财务状况	3
二、锂电池未来发展空间巨大	5
1、电动车五年五倍，十年十倍	5
2、动力电池十年复合增速 31%，2030 年装机规模达 2200GWh	7
3、储能有望成为锂电的下一个平台	8
4、电动时代，万物锂电	9
三、技术引领行业，成本占据制高点	10
1、基因铸造未来，动力电池起家	10
2、高举高打，转换成本巩固地位	10
3、技术转化叠加精细化管理造就成本优势	11
4、加速扩产，规模效应明显	12
四、盈利预测及估值	13
估值与投资评级	错误！未定义书签。
风险因素	14

表 目 录

表 1: 欧洲各国补贴政策陆续出台	5
表 2: 我国历年双积分政策核算结果情况	6
表 3: 公司 15 年以来产能利用率居高不下（单位：GWh）	12
表 4: 公司未来产能规划	12
表 5: 公司动力电池业务拆分	13

图 目 录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 宁德时代股权结构	3
图 3: 宁德时代杜邦分析	4
图 4: 欧盟乘用车平均二氧化碳排放量	5
图 5: 双积分政策下我国新能源车产量测算（万辆）	6
图 6: 特斯拉美好生活愿景	7
图 7: 智能驾驶	7
图 8: 全球电动车销量预测	8
图 9: 动力电池未来十年复合增速 31%	8
图 10: 2018 到 2040 年全球累计储能部署预测	8
图 11: 未来 5 年电动船舶将快速发展	9
图 12: 公司客户结构优异	10
图 13: 油改电构造示意	11
图 14: 大众 MEB 车型构造	11

投资聚焦

一、投资逻辑

宁德时代作为全球极具竞争力的动力锂电池企业，我们认为：1、新能源汽车行业未来十年复合增速 25%；2、管理层及研发团队专注于锂电池的丰富经验；3、持续不断的创新降本增效，成本管控全球领先；公司未来 3-5 年收入复合增速 30%以上，并成为全球锂电巨无霸企业。

二、有别于市场的认识

1、宁德时代受海外冲击好于市场预期。随着国内市场补贴退坡，市场担忧公司会受到 LG、三星 SDI、松下等海外电池厂入华竞争加剧的影响，进而国内市场份额下降，我们认为，一方面公司在国内已圈定众多主机厂，成立合资公司，深度参与项目开发，合作关系稳固；另一方面海外电池企业在华扩张力度无法与公司相比，国内动力电池份额有望维持公司一家独大的局面。同时，市场担忧公司海外竞争力及盈利能力不如国内，我们认为，公司在产品竞争力上不输全球任何一家动力电池企业，成本控制能力远超海外竞争对手，同时，公司近两年与国际主机厂频频接触，海外扩张能力可见一斑。

2、宁德时代受主机厂自建电池影响甚微。市场担心主机厂自建电池扰乱动力电池竞争格局，我们认为，主机厂自产电池的比例不会很高，一方面电池研发属电化学领域，主机厂不具备比较优势，另一方面规模优势不如第三方供应商，自建成本未必能大幅低于外采成本。

3、宁德时代未来盈利能力优于市场预期。随着补贴逐步退坡，市场担忧公司盈利能力将受到较大影响，我们认为公司在降本增效方面造诣颇深，16 年便已经量产 CTP，我们预计未来通过技术革新带来的成本下降有望持续超市场预期。

三、盈利预测与投资评级

我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 51 亿、73 亿、100 亿，EPS 分别为 2.2 元/股、3.2 元/股、4.3 元/股，对应 PE 为 87 倍、60 倍、44 倍，考虑到公司在行业内的龙头地位，首次覆盖给予“买入”评级。

四、股价催化剂

大众 MEB 投产，特斯拉国产车型放量，公司产品技术变革不断推出

一、锂电巨头，乘风破浪

1、十年蜕变，行业龙头

宁德时代成立于 2011 年，是目前全球动力电池领域顶尖企业。公司深耕新能源汽车动力电池系统与储能系统的研发、生产与销售，紧跟政策动向，严控质量水平，十年时间蜕变成行业龙头。

自成立以来，公司市场份额持续上升，2019 年，国内市占率超过一半，达到 51%；客户合作不断优化，海外客户主要包括宝马、特斯拉、大众等，双方合作呈深入化、固定化；研发能力稳定走强，截止 2019 年末，公司及其子公司共拥有专利 2484 项，科技成果不断落地转化。

国内，宁德时代拥有以宁德、北京、香港、江苏、青海等地形成的空间布局；海外，宁德时代拥有法、美、日、加拿大子公司，并在欧洲建厂，形成了海内外的规模优势。

2、专注研发，全球布局

前身 ATL，传承优良基因。2011 年，宁德时代从前身 ATL 分离独立运作。ATL 成立于 1999 年，是国内消费锂电的标杆企业。ATL 成立之初，凭借着在聚合物锂电池领域的技术与手机、耳机等设备井喷的东风，2001 年，ATL 的电芯出货就达到了 100 万枚，如今的 ATL 已经成为世界最大的聚合物电池供应商。宁德时代延续了 ATL 的技术与规模优势，在动力电池领域开拓出一片新的天地。

初期专心研发，投身三元锂电。成立后的几年内，宁德时代专注研发动力电池，并把目光从较普遍的铁锂电池转向三元锂电池，三元锂电的高能量密度能有效提高设备的续航能力。宁德时代以 2% 的能量密度提升为市场交出了出色的答卷，成立之初就得到了市场的关注与认可。

开展锂电回收，搭建核心环节。2013 年，公司开始将目光投向锂电回收，完成了“电池研发+回收”两个核心环节的初步搭建，进一步提高了公司的自产能力。

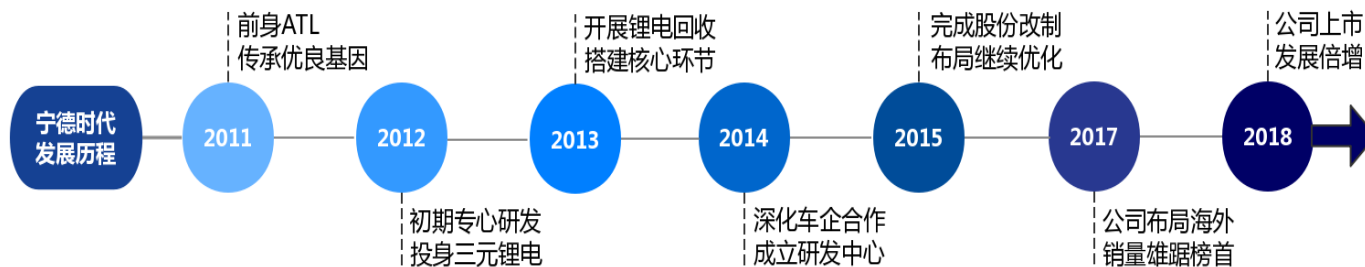
深化车企合作，成立研发中心。2014 年，公司打入国际车企，成为宝马在大中华地区的唯一供应商。同年，宁德时代成立研发中心，设立研发激励、研发 KPI 制，提高研发效率与质量。

完成股份改制，布局继续优化。2015 年，公司完成股份改制。伴随着股份改制落地，公司继续设立子公司江苏时代、香港时代，初步形成了以宁德为中心，青海、北京、江苏、香港等地子公司为支撑的空间布局。

公司布局海外，销量雄踞榜首。2017 年，公司相继在法国、美国、加拿大以及日本设立子公司。同年，公司超越松下、比亚迪等企业，动力电池销量达到 12GWh，雄踞全球第一。

公司上市，发展倍增。2018 年，公司结束独角兽生涯，在深交所上市。成立近十年来，面对着激烈的行业竞争与复杂的市场环境，宁德时代继续领跑，国内市占率超过 50%，未来，公司将继续深耕技术研发与扩建扩产，为即将到来的新能源时代铸就一个更好的宁德时代。

图 1：公司发展历程

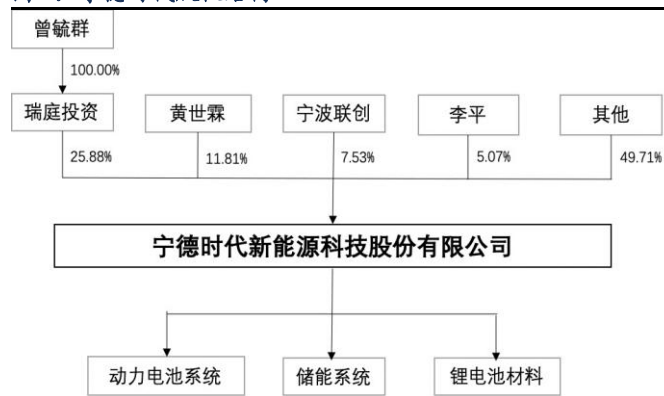


资料来源：信达证券研发中心

3、股权结构及财务状况

公司控股股东为瑞庭投资，实际控制人为曾毓群和李平。创始人曾毓群通过持有 100% 瑞庭投资股份，间接持有公司 25.88% 的股份；李平直接持有 5.07% 的股份，两人为一致行动人，合计控制公司 30.95% 的股份。第二大股东为联合创始人黄世霖，持股占比为 11.81%。

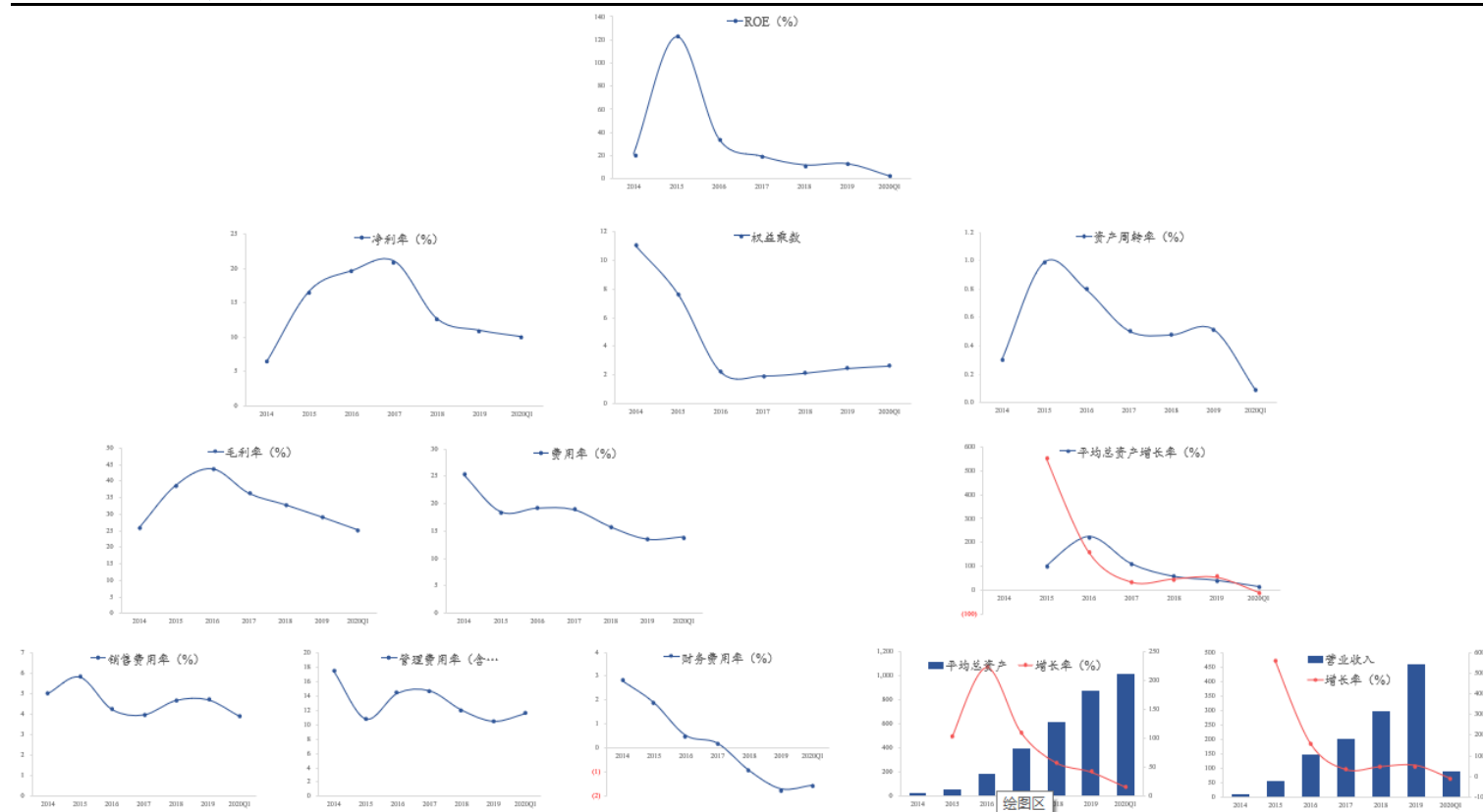
图 2：宁德时代股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

宁德时代ROE呈现短暂上升、稳中略降的态势。2014-2015年，受动力电池市场需求稳定增长与公司技术优势的双重推动，公司年收入从约8.6亿元增至57亿元，带动ROE大增近5倍。但受公司快速扩张、资本结构调整等因素的影响，从2016到2018这三年间，公司ROE持续下降，到2019年出现稳固并回升。

图3：宁德时代杜邦分析



资料来源：公司财报，信达证券研发中心

二、锂电池未来发展空间巨大

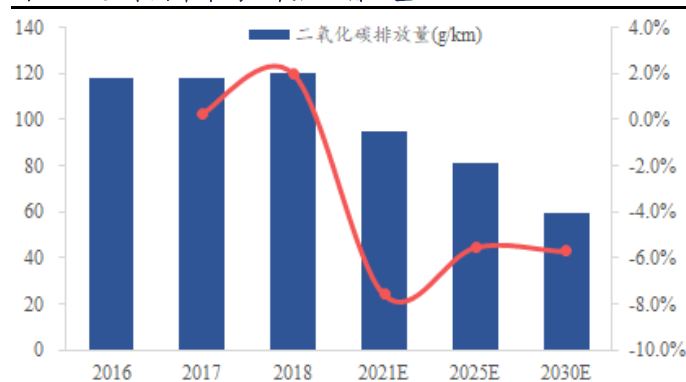
1、电动车五年五倍，十年十倍

全球政策加码，加速电动化进程。从供给端而言，受气候变暖、环境恶化、能源危机等多方面影响，各国政策对电动车的支持是长期的，各主机厂对电动车的转型非常坚定。

欧盟现行的二氧化碳排放法规为乘用车每行驶 1km 排放的二氧化碳量不能超过 130g，2021 年该标准将提升至历史最严的 95g/km，若不达标将面临 95 欧元/g*汽车销量的罚款。随着二氧化碳排放量更高的 SUV 车型销量增加，欧盟近两年乘用车平均二氧化碳排放量同比呈上升态势，2017 和 2018 年分别同比增长 0.3%和 1.9%至 118.1 和 120.4g/km。

2019 年 4 月，欧洲理事会进一步明确 2025 年和 2030 年乘用车平均二氧化碳排放量将分别比 2021 年减少 15%和 37.5%，分别降至 80.75 和 59.38g/km。长期来看，电动化是必然趋势。

图 4：欧盟乘用车平均二氧化碳排放量



资料来源：信达证券研发中心

表 1：欧洲各国补贴政策陆续出台

国家	补贴政策	补贴时间	税收优惠
法国	80 亿欧元汽车刺激政策，纯电动单车补贴提升至 7000 欧元	截止 2020 年底	
英国	纯电动单车补贴 3000 英镑；燃油车置换补贴 7000 英镑	从 2020 年 7 月 6 日起	
德国	纯电动单车补贴 9000 欧元，插混单车补贴 6750 欧元	截止 2021 年底	增值税率从 19%下调至 16%
荷兰	购买或租赁电动车单车补贴 4000 欧元；二手电动车 2000 欧元补贴	从 2020 年 7 月起	
瑞典	零碳排放补贴 5690 欧元，小于 30g 补贴 3320 欧元，小于 60g 补贴 950 欧元	从 2018 年 7 月起	
西班牙	零排放 >72km 补贴 6500 欧元，<32km 补贴 2300 欧元，介于 32-72km 补贴 3600 欧元		

希腊 购买或租赁电动车补贴 15%，出租车补贴 25%，电动自行车补贴 40%

奥地利电动车补贴提升至 5000 欧元

2020 年 7 月起

资料来源：信达证券研发中心

国内双积分政策推动力将逐步增强。2019 和 2020 年新能源汽车积分比例要求为 10%和 12%，2019 年 9 月，工信部发布针对双积分政策的征求意见稿，明确 2021-2023 年新能车积分比例要求为 14%、16%和 18%。以 2018 年为例，我国平均燃料消耗量积分为 295.13 万分，我们假设关联企业充分抵扣，预计仍有 72 万分燃料消耗量负积分需要由新能车积分抵扣。

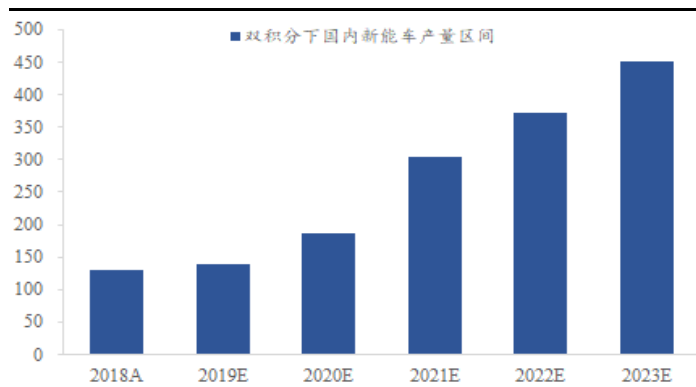
双积分政策为新能源汽车销量保底。假设燃油车 1%增速，在不抵扣情况下，2021-2023 年新能源乘用车产量分别为 314、385 和 470 万辆，充分抵扣情况下，产量分别为 155、187 和 222 万辆。

表 2：我国历年双积分政策核算结果情况

	2016A	2017A	2018A
行业整体			
企业家数	124	130	141
燃料消耗量正积分（万分）	1,174.86	1,238.14	992.99
燃料消耗量负积分（万分）	142.99	168.90	295.13
新能源汽车正积分（万分）	98.95	179.32	403.53
境内乘用车生产企业			
企业家数	96	101	112
燃料消耗量正积分（万分）	1,135.11	1,200.91	979.52
燃料消耗量负积分（万分）	124.47	149.02	262.22
新能源汽车正积分（万分）	92.89	168.69	393.74
进口乘用车生产企业			
企业家数	28	29	29
燃料消耗量正积分（万分）	39.75	37.23	13.47
燃料消耗量负积分（万分）	18.52	19.88	32.91
新能源汽车正积分（万分）	6.06	10.63	9.79

资料来源：工信部，信达证券研发中心

图 5：双积分政策下我国新能车产量测算（万辆）



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

特斯拉造就爆款，电动车引领潮流。需求端来看，电动车所带来的用车体验远超燃油车，包括智能驾驶、人机交互、加速性能等方面，随着消费习惯的逐步改善，燃油车在大部分使用场景中都将被电动车替代。

电动车更像是一个行驶的智能终端。电动车行业以特斯拉为例，完成了汽车从铁基到硅基的转变，汽车的功能将被颠覆，除了最基础的出行功能，还将赋予娱乐、交互、能源调度，最终改变人类的生活方式。

图 6：特斯拉美好生活愿景



资料来源：特斯拉官网，信达证券研发中心

图 7：智能驾驶



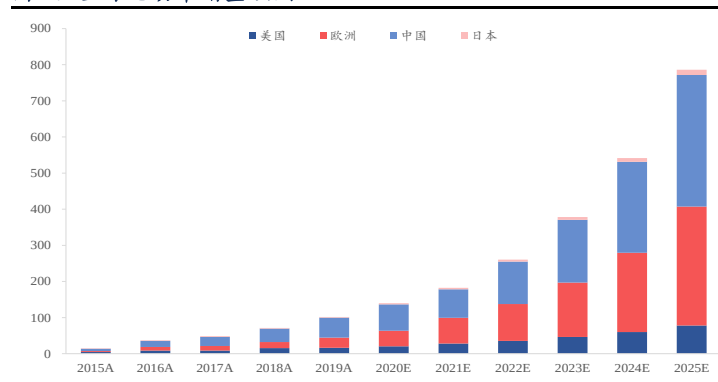
资料来源：信达证券研发中心

2、动力电池十年复合增速 31%，2030 年装机规模达 2200GWh

我们预计全球电动车销量将在 2030 年达到 3800 万台，渗透率接近 40%。随着全球电动车平价的逐步到来，电动车将加速替代燃油车，未来十年复合增速 25%。相应的，随着电池技术提升，单车带电量有望稳中有升，带动动力电池十年复合增速 31%，

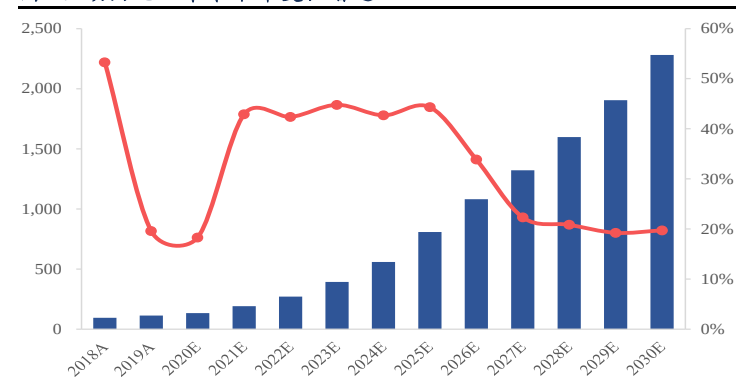
2030 年装机规模达 2200GWh。

图 8: 全球电动车销量预测



资料来源: 信达证券研发中心

图 9: 动力电池未来十年复合增速 31%

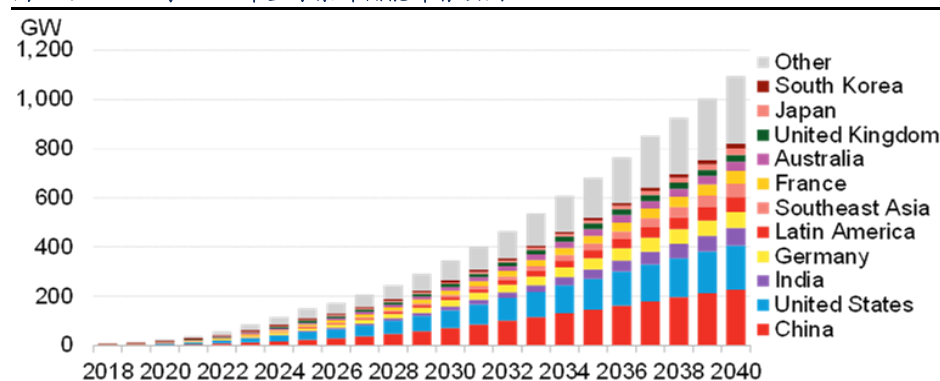


资料来源: 信达证券研发中心

3、储能有望成为锂电的下一个平台

2018 年我国电化学储能累计装机突破 1GW，预计 2022 年突破 10GW，2023 年接近 20GW。根据 BloombergNEF 预计，到 2040 年全球储能项目累计装机规模将达到 1095GW/2850GWh，储能系统将成为传统发电设施的实际替代方案，储能市场最有望成为接力动力电池的下一片蓝海。

图 10: 2018 到 2040 年全球累计储能部署预测



资料来源: BloombergNEF, 信达证券研发中心

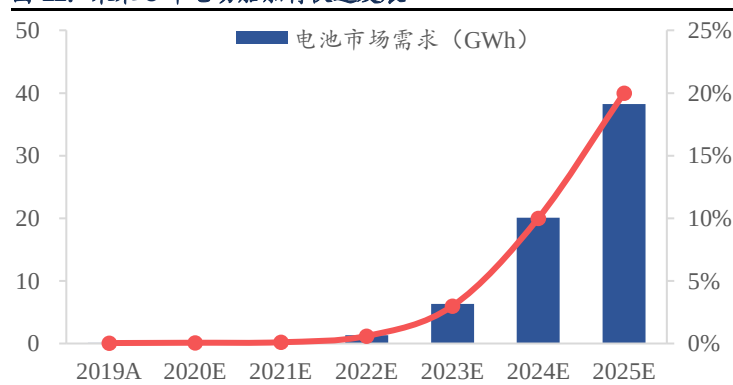
我国储能系统半数应用于用户侧，24%用于调频、调峰等辅助服务，集中式可再生能源并网需求占 3%。当前锂电池储能系统成本仍较高，度电成本在 0.55 元/KWh，但在储能电池系统降本 20%及电池循环寿命提升至 6000 次时，度电成本将降至 0.31 元/KWh，经济性将逐步显现。

宁德时代在储能领域提前布局，已与美国储能厂 Powin Energy 签订了 1.85GWh 的储能电池供货合约，未来发展潜力巨大。

4、电动时代，万物锂电

电动船舶，率先起航。电动船舶具有绿色环保、零污染、低噪音、运营成本低的优点，有助于有效节能减排。根据国家统计局数据，2019 年我国民用机动运输船数量为 12.14 万艘，假设每年中国民用船舶总数量下降 4.9%，船舶吨位平均净重 0.178 万吨/艘，内湖船舶总吨位占比民用机动船舶总吨位比例为 92%，假设电动船舶的单位带电量为 1.2-1.35KWh/吨，2022 年以及 2025 年的电动船舶锂电化渗透率按照 0.6%、20%的电动化率计算，截至 2025 年国内电动船舶用锂电池市场需求将达到 38.3GWh。

图 11：未来 5 年电动船舶将快速发展



资料来源：信达证券研发中心

无人矿卡，工程机械电动化。宁德时代进军电动矿卡领域，我国矿卡年销量约 1 万辆，70%电动化将带来超过 1GWh 的市场空间，另外，港口、城建等应用场景的工程机械电动化也开始提速，发展前景广阔。随着电动化的普及，未来的出行方式上，不管是陆路交通的自行车、摩托车、汽车，还是海路交通的船舶，或者空路交通的飞机等，都将有望使用锂电能源驱动，锂电池应用领域极其广泛，公司所处赛道极佳。

三、技术引领行业，成本占据制高点

1、基因铸造未来，动力电池起家

引领行业技术变革。宁德时代利用其在电芯装配与冷却、电芯与 BMS 连接上的专利率先打造出 CTP 电池包。公司 15 年开始着手 CTP 的研发，随着与宝马的合作项目落地，公司对系统化的电池包技术理解已处于行业领先水平。19 年 10 月，公司发布了与北汽新能源联合开发的全球首款 CTP 电池包，从成本来看，CTP 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%，投入应用后将大幅降低动力电池的制造成本。由于 CTP 往往需要对不同车型进行针对性的技术微调，掌握 CTP 技术的电池厂商在议价环节具备较强的话语权。另外公司在 CTC、多重安全可靠技术、高能量密度电池、长寿命电池、超强环境适应性、超级快充技术等方面都有深入研究，未来有望持续不断作为技术引领者。

2、高举高打，转换成本巩固地位

2014 年，宁德时代在发展之初便与国际豪华品牌宝马合作，成为宝马在大中华地区的唯一供应商。随后与全球各主机厂陆续合作，包括大众、特斯拉、丰田、通用、沃尔沃等，一方面体现了公司的技术实力与行业地位，另一方面也提升了公司未来产品出货的确定性。

图 12：公司合作客户结构优异

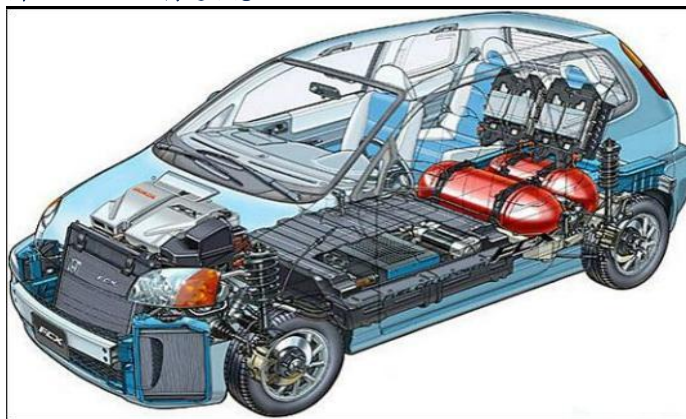


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前大部分电动车是基于燃油车平台改造而来，通过摘除发动机、变速箱、油箱等部件，加入电驱动模块后得到的新能源汽车产品，为了适合原先燃油车型的布局，电池的排列方式多种多样，导致电池包标准化程度极低，对电池与车之间的协调提出了很高的要求。公司在此过渡期凭借对车用电池及车本身的深入理解，斩获大部分主机厂订单，一举成为行业龙头。

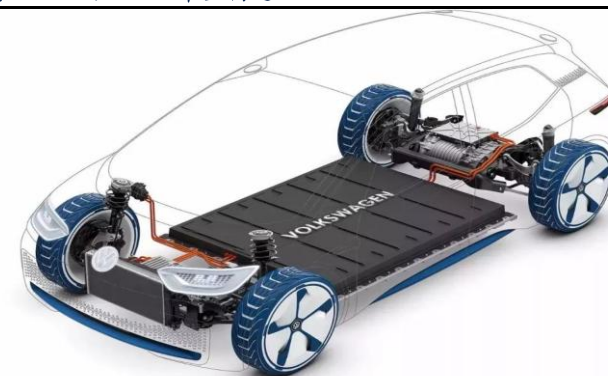
新一代纯电平台均以电池系统布局为核心要素。以大众 MEB 为例，电池系统由数量可变的模组构成，设计灵活且节省空间，动力电池标准化程度有望迈上新的台阶，公司在产品力上远超竞争对手，在成本上优势明显，有望获得更高的市场份额。

图 13：油改电构造示意



资料来源：信达证券研发中心整理

图 14：大众 MEB 车型构造



资料来源：大众集团官网，信达证券研发中心

3、技术转化叠加精细化管理造就成本优势

技术优势凸显，研发体系完善。公司董事长曾毓群是中科院物理研究所博士，专注于新能源动力电池、储能锂离子电池系统的研发。公司与 ATL 存在密切关系，有着大量的锂电池研发经验，截止 2019 年末，公司及其子公司共拥有专利 2484 项，核心生产掌握在公司自己手中，技术领先将为公司成本领先及产品迭代进度提供保障。

与国内产业链深度合作，强有力的整合优势。公司入股上游企业、深度布局锂电回收，保障资源供应，采购成本低；材料环节外协加工，加工费依据成本核算，大幅降低生产成本。综上，公司在电池材料、电池系统、电池回收等方面形成了完整的产业链布局。

精细化管理，一致性不断提升。公司全流程数字化工厂行业领先，可实现全流程管控，增强电池的一致性，有效降低生产成本。公司从搬运材料到设备喂料实现了 100%自动化，包括等离子清洗工序、高精度电芯涂胶等自动化工艺提高了公司产品的一致性，成为公司降本增效的一大推手。

4、加速扩产，规模效应明显

产能利用率持续高位，定增扩产彰显信心。公司产能扩张迅猛，从 15 年 3GWh 产能提升至 19 年的 53GWh，由于产品需求旺盛，产能利用率常年保持在 80%以上，凸显公司产品在行业中的认可度。

表 3：公司 15 年以来产能利用率居高不下（单位：GWh）

时间	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2019A	53	47	41	89%	87%
2018A	30	26	21	87%	82%
2017A	17	13	12	76%	92%
2016A	8	7	7	92%	97%
2015A	3	3	2	97%	88%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

表 4：公司未来产能规划（单位：GWh）

产能规划	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
福建宁德工厂	15	23	37	47	56
江苏溧阳工厂	0	2	10	20	32
四川宜宾工厂	0	0	0	0	6
青海西宁工厂	2	3	6	6	6
德国图林根					7
CATL 合计	17	28	53	73	107

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司定增 197 亿元用于四个动力及储能电池项目扩产，建设电池总产能 52gwh，分别为湖西项目（16GWh）、江苏时代三期（24GWh）、四川时代一期（12GWh）及储能研发项目（投资额 30 亿）。随着产能释放，公司行业地位进一步提高，规模效应也有望逐步显现。

四、盈利预测及估值

动力电池是公司目前核心业务。我们认为未来随着电动车渗透率快速提升，公司凭借极强的产品力优势有望实现高速增长。我们预计公司 2020-2022 年动力电池出货量分别为 48GWh、87GWh、135GWh，同比增长 19%、57%、55%，考虑到电动车成本高于燃油车，未来将通过包括动力电池在内的各环节成本下降实现油电购置平价，我们预计公司动力电池产品价格分别为 0.86 元/Wh、0.71 元/Wh、0.59 元/Wh，基于以上，我们预计动力电池收入为 411 亿元、619 亿元、801 亿元，同比增长 7%、50%、30%。

考虑到 CTP 技术、规模效应等方面带来的成本下降，我们预计公司 2020-2022 年毛利率有望稳中有升，分别为 26.6%、26.7% 和 27.4%，对应归母净利润分别为 51 亿元、73 亿元、100 亿元。

表 5：公司动力电池业务拆分

项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
出货量(GWh)	12	21	40	48	87	135
YOY		80%	89%	19%	67%	55%
电池价格不含税(元/Wh)	1.41	1.15	0.96	0.86	0.71	0.59
电池成本(元/Wh)	0.91	0.75	0.68	0.63	0.52	0.43
毛利率	35.25%	34.35%	28.80%	26.63%	26.69%	27.37%
动力电池收入(亿元)	166.57	245.05	385.67	411.33	618.50	801.44
YOY	19.19%	47.12%	57.38%	6.65%	39.56%	29.58%

资料来源：信达证券研发中心

综合来看，我们预计公司 2020-2022 年实现营收 514 亿、730 亿、924 亿，同比增长 12%、42%、27%，归母净利润分别为 51 亿、73 亿、100 亿，同比增长 9%、45%、36%。

我们选择锂电行业企业比亚迪作为可比公司，可比公司 2020-2021 年 PE 为 87x、66x，公司盈利预测对应 2020-2021 年 PE 为 87 倍、60 倍，考虑到公司在锂电行业的龙头地位，首次覆盖给予“买入”评级。

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE(倍)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
比亚迪	002594.SZ	81.00	2209.8	0.50	0.93	1.23	162.0	86.5	65.7
宁德时代	300750.SZ	198.42	4622.1	2.07	2.29	3.33	95.0	86.6	59.6

资料来源：信达证券研发中心

风险因素

宏观经济不及预期导致新能源汽车需求低于预期；行业竞争低于预期。

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	45788	51417	72987	92367	货币资金	32270	49412	68335	96304
%同比增速	55%	12%	42%	27%	交易性金融资产	1390	1390	1390	1390
营业成本	32483	37702	53401	66936	应收账款及应收票据	17988	9364	13292	16821
毛利	13305	13715	19586	25431	存货	11481	13365	18930	23728
%营业收入	29%	27%	27%	28%	预付账款	538	1131	1244	1784
税金及附加	272	306	434	549	其他流动资产	8029	8114	10934	13621
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	71695	82775	114124	153647
销售费用	2157	2571	3909	5158	可供出售金融资产				
%营业收入	5%	5%	5%	6%	持有至到期投资				
管理费用	1833	1822	2066	2259	长期股权投资	1540	1540	1540	1540
%营业收入	4%	4%	3%	2%	投资性房地产	0	0	0	0
研发费用	2992	3291	4598	5542	固定资产合计	17417	17476	17387	17284
%营业收入	7%	6%	6%	6%	无形资产	2302	3101	3661	4435
财务费用	-782	-339	-682	-862	商誉	148	148	148	148
%营业收入	-2%	-1%	-1%	-1%	递延所得税资产	2079	2079	2079	2079
资产减值损失	-1434	-262	-387	-362	其他非流动资产	6170	6244	6267	6278
信用减值损失	-236	-47	-66	-84	资产总计	101352	113364	145206	185412
其他收益	646	726	1030	1304	短期借款	2126	425	2126	10628
投资收益	-80	103	146	185	应付票据及应付账款	28112	33736	46999	59403
净敞口套期收益	0	0	0	0	预收账款	6161	7796	10444	13611
公允价值变动收益	27	0	0	0	应付职工薪酬	1582	1981	2704	3453
资产处置收益	1	0	0	0	应交税费	963	1168	1596	2059
营业利润	5759	6585	9984	13828	其他流动负债	6663	5589	8878	10643
%营业收入	13%	13%	14%	15%	流动负债合计	45607	50694	72746	99797
营业外收支	2	46	66	83	长期借款	4981	4981	4981	4981
利润总额	5761	6631	10050	13911	应付债券	1508	1508	1508	1508
%营业收入	13%	13%	14%	15%	递延所得税负债	91	91	91	91
所得税费用	748	862	1306	1808	其他非流动负债	6977	6977	6977	6977

净利润	5013	5769	8743	12103	负债合计	59164	64251	86303	113354
% 营业收入	11%	11%	12%	13%	归属于母公司的所有者权益	38135	44348	52743	63777
归属于母公司的净利润	4560	5056	7348	9982	少数股东权益	4053	4766	6161	8281
%同比增速	35%	11%	45%	36%	股东权益	42188	49113	58903	72058
少数股东损益	452	713	1395	2120	负债及股东权益	101352	113364	145206	185412
EPS (元/股)	1.96	2.17	3.15	4.29					

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
					经营活动现金流净额	13472	21059	19221	21819
					投资	-898	0	0	0
					资本性支出	-9612	-1967	-1672	-1860
基本指标					其他	12366	103	146	185
	2019A	2020E	2021E	2022E	投资活动现金流净额	1856	-1864	-1526	-1676
EPS	1.96	2.17	3.15	4.29	债权融资	0	0	0	0
BVPS	16.37	19.04	22.64	27.38	股权融资	1218	121	0	0
PE	54.35	90.30	62.13	45.74	银行贷款增加 (减少)	4617	-1701	1701	8503
PEG	1.57	8.30	1.37	1.28	筹资成本	-573	-473	-473	-677
PB	6.50	10.29	8.66	7.16	其他	-1093	0	0	0
EV/EBITDA	20.30	54.28	37.62	27.04	筹资活动现金流净额	4168	-2052	1228	7826
ROE	12%	11%	14%	16%	现金净流量	19511	17142	18923	27969
ROIC	10%	9%	11%	11%					

研究团队简介

武浩，研究助理，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018 年 7 月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。