

百亿扩产备战 TWh 时代，中长期再添新动能

——宁德时代 (300750.SZ) 重大事项点评

要点

事件：公司于2月2日晚上发布公告，拟投资合计290亿元在广东肇庆、四川宜宾、福建宁德建设三个生产基地。(1) 拟在广东肇庆投资建设宁德时代动力及储能电池肇庆项目(一期)，项目总投资不超过人民币120亿元，建设期24个月；(2) 拟在四川宜宾投资建设动力电池宜宾制造基地五、六期项目，项目总投资不超过人民币120亿元，项目分两期，每期不超过26个月；(3) 控股子公司时代一汽拟在福建省宁德市霞浦县投资建设时代一汽动力电池生产线扩建项目，项目总投资不超过人民币50亿元。项目分两期建设，项目一期不超过12个月，项目二期计划在二期建设后一年内启动。

点评：

产能扩建合计约79GWh，支撑龙头继续增长：我们参考2020年2月26日的定增预案公告，四川宜宾的投资成本约3.3亿元/GWh，预计此次宜宾新增产能为36.4GWh；福建宁德的投资成本约2.9亿元/GWh，预计此次霞浦新增产能为17GWh。据公司官微，肇庆项目首期规划25GWh，投资成本4.8亿元/GWh，构建包含动力电池电芯、锂电材料、储能应用、电池回收、新能源汽车、驱动电机及电控等领域的新能源产业链；力争2030年底前在广东规划建设150GWh锂电池产能及相关配套产业。我们预计宁德时代2020-22年末的非合资产能分别为90/140-150/200-210GWh，加上此次公告的产能扩建计划，预计公司到2025年的潜在产能合计超过530GWh。

2021年国内/海外动力电池及储能电池均有较高景气度：2021年1月新势力销量继续高增长，蔚来交付7225台(同比+352%，环比+3%)，理想5379台(同比+356%，环比-12%)，小鹏6015台(同比+470%，环比+5.5%)。展望2021年，下游优质车型增加(特斯拉Model Y、大众MEB及新势力等)，新能源汽车渗透率持续提升，我们预计2021年国内新能源汽车销量超过200万辆；海外欧洲市场将继续维持高增长，宁德时代将受益于大众MEB、PSA等电动车放量，预计公司出口动力电池约12GWh；此外，储能是公司长期增长的重要组成，预计2021年也维持较高增速。

盈利预测、估值与评级：材料体系/系统结构/极限制造/商业模式四大创新体系将支撑公司继续领跑行业，电动汽车+储能+其他市场的电池渗透空间大，锂电全球龙头有望在相当长时间里维持高增长，维持公司2020/21/22年净利润预测为52.2/76.4/93.9亿元，当前股价对应PE为164/112/91倍。公司作为全球动力电池龙头，储能业务拐点临近，未来增长确定性较高，维持‘买入’评级。

风险提示：项目未按期完成；建设成本高于预期的风险；政策变化风险；技术路线变更风险；原材料供应紧张的风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	29,611	45,788	51,222	78,068	101,095
营业收入增长率	48.08%	54.63%	11.87%	52.41%	29.50%
净利润(百万元)	3,387	4,560	5,217	7,641	9,388
净利润增长率	-12.66%	34.64%	14.40%	46.46%	22.86%
EPS(元)	1.54	2.06	2.24	3.28	4.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.28%	11.96%	8.40%	11.04%	12.04%
P/E	238	178	164	112	91
P/B	24.5	21.3	13.8	12.4	11.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-2-2

买入(维持)

当前价：367.80元

作者

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

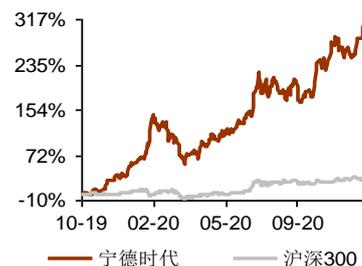
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.29
总市值(亿元)	8,567.81
一年最低/最高(元)	105.01/424.99
近3月换手率	124.0

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.7	925.0	161.2
绝对	4.8	919.5	172.1

资料来源：Wind

相关研报

龙头再扩产，支撑中长期增长——宁德时代(300750.SZ) 重大事项点评(2020-12-30)

Q3业绩环比加速增长，龙头继续向好——宁德时代(300750.SZ) 2020年三季度报点评(2020-10-28)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	29,611	45,788	51,222	78,068	101,095
营业成本	19,902	32,483	36,612	56,639	74,626
折旧和摊销	2,221	4,252	5,471	6,695	8,503
税金及附加	171	272	282	448	580
销售费用	1,379	2,157	2,356	3,552	4,580
管理费用	1,591	1,833	1,998	3,037	3,761
研发费用	1,991	2,992	3,381	5,457	6,915
财务费用	-280	-782	-90	-260	-93
投资收益	184	-80	52	-14	19
营业利润	4,168	5,759	6,596	9,509	11,569
利润总额	4,205	5,761	6,574	9,486	11,565
所得税	469	748	825	1,233	1,485
净利润	3,736	5,013	5,749	8,253	10,080
少数股东损益	349	452	532	612	692
归属母公司净利润	3,387	4,560	5,217	7,641	9,388
EPS(按最新股本计)	1.54	2.06	2.24	3.28	4.03

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	11,316	13,472	14,803	16,083	26,328
净利润	3,387	4,560	5,217	7,641	9,388
折旧摊销	2,221	4,252	5,471	6,695	8,503
净营运资金增加	-884	6,806	1,349	15,963	7,115
其他	6,592	-2,146	2,766	-14,215	1,324
投资活动产生现金流	-19,488	1,856	-16,072	-18,088	-20,825
净资本支出	-6,629	-9,612	-13,000	-16,100	-19,050
长期投资变化	965	1,540	-1,800	-1,500	-2,000
其他资产变化	-13,824	9,928	-1,272	-488	225
融资活动现金流	7,043	4,168	16,489	1,357	8,312
股本变化	240	13	121	0	0
债务净变化	861	4,092	-2,453	1,241	8,533
无息负债变化	14,631	16,388	7,432	25,008	28,579
净现金流	-1,101	19,511	15,220	-648	13,816

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	32.8%	29.1%	28.5%	27.4%	26.2%
EBITDA 率	22.7%	28.0%	26.9%	22.1%	20.4%
EBIT 率	14.9%	18.4%	16.2%	13.6%	12.0%
税前净利润率	14.2%	12.6%	12.8%	12.2%	11.4%
归母净利润率	11.4%	10.0%	10.2%	9.8%	9.3%
ROA	5.1%	4.9%	4.4%	5.0%	4.8%
ROE (摊薄)	10.3%	12.0%	8.4%	11.0%	12.0%
经营性 ROIC	11.9%	15.8%	13.6%	11.4%	10.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	52%	58%	49%	55%	60%
流动比率	1.73	1.57	1.82	1.54	1.36
速动比率	1.51	1.32	1.57	1.27	1.11
归母权益/有息债务	5.88	3.93	8.58	8.16	4.58
有形资产/有息债务	12.66	9.95	17.20	18.51	11.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	73,884	101,352	130,815	164,775	211,358
货币资金	27,731	32,270	47,489	46,841	60,657
交易性金融资产	0	1,390	1,390	1,410	1,460
应收帐款	6,225	8,339	7,996	9,921	12,879
应收票据	9,743	9,650	13,877	21,096	25,338
其他应收款 (合计)	682	4,569	2,229	4,494	7,018
存货	7,076	11,481	12,297	20,058	26,585
其他流动资产	1,077	1,648	2,735	5,893	9,550
流动资产合计	53,911	71,695	90,200	112,862	146,650
其他权益工具	0	1,531	1,531	1,531	1,531
长期股权投资	965	1,540	3,045	4,545	6,545
固定资产	11,575	17,417	16,371	17,193	19,622
在建工程	1,624	1,997	4,898	7,699	11,050
无形资产	1,346	2,302	3,232	4,238	5,169
商誉	100	148	148	148	148
其他非流动资产	1,299	2,249	2,627	2,627	2,627
非流动资产合计	19,972	29,657	40,616	51,913	64,708
总负债	38,684	59,164	64,143	90,392	127,504
短期借款	1,180	2,126	0	320	7,832
应付账款	7,057	10,692	11,759	18,691	26,119
应付票据	11,841	17,420	19,269	29,242	42,537
预收账款	4,994	6,161	6,161	11,171	14,897
其他流动负债	611	813	878	1,274	1,574
流动负债合计	31,085	45,607	49,514	73,259	107,881
长期借款	3,491	4,981	4,481	5,081	5,781
应付债券	0	1,508	1,508	1,508	1,508
其他非流动负债	611	813	878	1,274	1,574
非流动负债合计	7,599	13,557	14,629	17,133	19,622
股东权益	35,200	42,188	66,672	74,383	83,855
股本	2,195	2,208	2,329	2,329	2,329
公积金	22,359	22,728	42,292	42,292	42,292
未分配利润	9,515	13,653	18,316	25,439	34,054
归属母公司权益	32,938	38,135	62,087	69,186	77,965
少数股东权益	2,262	4,053	4,585	5,198	5,890

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.66%	4.71%	4.60%	4.55%	4.53%
管理费用率	5.37%	4.00%	3.90%	3.89%	3.72%
财务费用率	-0.94%	-1.71%	-0.17%	-0.33%	-0.09%
研发费用率	6.72%	6.53%	6.60%	6.99%	6.84%
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.14	0.22	0.22	0.33	0.40
每股经营现金流	5.16	6.10	6.35	6.90	11.30
每股净资产	15.01	17.27	26.64	29.68	33.45
每股销售收入	13.49	20.73	21.98	33.49	43.37

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	238	178	164	112	91
PB	24.5	21.3	13.8	12.4	11.0
EV/EBITDA	121.6	65.2	62.0	50.5	42.7
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼