

产能扩张再加码，拥抱 Twh 时代
买入 (维持)

2021 年 02 月 03 日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

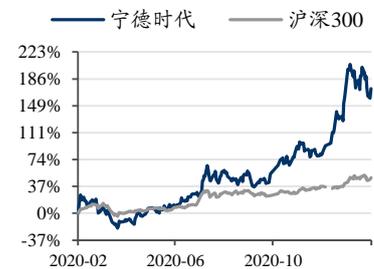
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	45,788	50,074	87,534	119,138
同比 (%)	55%	9%	75%	36%
归母净利润 (百万元)	4,560	5,202	9,701	13,682
同比 (%)	35%	14%	87%	41%
每股收益 (元/股)	1.96	2.23	4.16	5.87
P/E (倍)	187.65	164.93	88.41	62.66

投资要点

- **事件:** 公司公告, 拟总投资 290 亿建设/扩建三大基地, 资金来源为企业自筹。1) 广东肇庆 (新基地): 公司拟在广东省肇庆市投资建设动力及储能电池生产基地一期, 总投资不超过人民币 120 亿元, 总占地面积约 1,000 亩, 建设期不超过 2 年。2) 时代一汽 (霞浦基地): 公司控股子公司时代一汽 (持股 51%) 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, 分两期建设, 项目一期自开工建设起不超过 1 年, 项目二期计划在二期建设后一年内启动。项目总占地面积约 750 亩, 其中项目一期占地约 450 亩, 项目二期占地约 300 亩。3) 四川时代 (宜宾五、六期项目): 公司拟在四川省宜宾市临港经济技术开发区内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, 分两期建设, 每期自开工建设起均不超过 26 个月。项目总占地面积约 1000 亩, 分两期建设, 其中项目五期占地约 500 亩, 项目六期占地约 500 亩。
- **拥抱 Twh 时代, 产能扩张再加码, 大超预期。** 由于各大车企电动化平台密集推出, 新产品周期带动电动车 toC 端需求爆发, 全球电动化元年来临, 宁德时代扩产加速, 以满足动力电池未来 5 年复合 40%+ 的增长。公司在 12 月公告 390 亿投产计划后, 再宣布 290 亿扩产规划, 按照单 gwh 扩产平均投资额为 3 亿元测算, 此次扩产对应新增 97gwh 产能, 频频扩产, 力度再超预期。
- **产能规划傲视群雄, 全球龙头优势再扩大。** 公司已规划 8 大主要独资生产基地, 包括宁德章湾区 (东桥/湖东/湖西)、宁德车里湾、宁德福鼎、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂、广东肇庆, 合计规划产能超过 500gwh; 考虑目前合资产能, 公司产能规划 600-650gwh, 在全球电池企业中规划产能遥遥领先。
- **行业景气度超预期, 预计宁德 21 年出货 100gwh 以上, 同比翻番。** Q1 行业继续满产, 景气度超预期, 公司 1 月排产延续满产, 2 月春节微降, 3 月恢复, Q1 预计排产 20gwh 以上, 同比增长 300%。全年来看, 国内市场 toB 端需求恢复, 同时新车型 MY、ID4 放量, 造车新势力再上台阶, 我们预计 21 年国内销量 200 万辆以上, 对应电池需求约 100gwh, 同比增长 50+%。
- **投资建议:** 预计公司 20-22 年归母净利润为 52.0/97.1/136.8 亿元, 同比分别 14%/87%/41%; EPS 分别 2.23/4.16/5.87 元; 对应现价 PE 分别 165/88/63 倍。给与 21 年 100 倍 PE, 对应目标价 416 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不达预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	367.80
一年最低/最高价	104.85/424.99
市净率(倍)	13.96
流通 A 股市值(百万元)	454099.81

基础数据

每股净资产(元)	26.34
资产负债率(%)	51.67
总股本(百万股)	2329.47
流通 A 股(百万股)	1234.64

相关研究

- 1、《宁德时代 (300750): 全球电动车需求爆发, 龙头扩产再提速》2020-12-30
- 2、《宁德时代 (300750) 三季报点评: 宁德时代三季报点评: 大额减值拖累增速, 海外放量强化龙头优势》2020-10-28
- 3、《宁德时代 (300750) 点评: 拟推第三次股权激励, 定价高位彰显长期信心》2020-10-14

拥抱 Twh 时代，产能扩张再加码，大超预期。由于各大车企纯电动化平台密集推出，新产品周期带动电动车 toC 端需求爆发，全球电动化元年来临，宁德时代扩产加速，以满足动力电池未来 5 年复合 40%+ 的增长。公司在 12 月公告 390 亿投产计划后，再宣布 290 亿扩产规划，按照单 gwh 扩产平均投资额为 3 亿元测算，此次扩产对应新增 97gwh 产能，频频扩产，力度再超预期。拆分来看：

1) 新增广东肇庆基地一期，总投资 120 亿，建设期不超过 2 年，生产动力及储能电池，对应产能预计为 30gwh。

2) 四川时代五六期项目，总投资 120 亿，分两期建设，对应产能约 40gwh，主要用于动力电池项目。四川时代前 4 期项目合资投资 200 亿，加上五六期，合计规划产能达到 107gwh，将为公司最重要的生产基地之一。

3) 合资公司时代一汽福建霞浦基地扩建项目，总投资 50 亿，对应产能 17gwh，公司持股 51%，分两期建设。在 19 年 4 月公司曾公告时代一汽一期项目，总投资 44 亿，预计产能 15gwh，将在 22 年投产。

图 1：公司历次扩产公告投资额及规划产能预测

发布时间	主体	项目	投资额	总产能	投资额和建设期	开工时间	完工时间
2019年4月	时代一汽	时代一汽-宁德霞浦项目	44亿	15	总投资不超过44亿，建设期36个月	2019年4月	2022年4月
2021年2月	时代一汽	时代一汽动力电池生产线扩建	50亿	17	一期建设期12个月，二期在一期建设后一年内启动，总投资额50亿，对应17gwh		
2019年9月	四川时代-宜宾基地	投建宜宾基地	100亿	30	一期建设26个月，二期将在一期结束2年内启动	一期：19年9月	一期：21年11月
2020年12月	四川时代-宜宾基地	四川时代-宜宾项目扩建	100亿	30	预计扩建产能30gwh，一期建设期26个月	2020年12月	2023年2月
2021年2月	四川时代-宜宾基地	四川时代-宜宾基地五、六期项目	120亿	40	分两期建设，每期建设期 26 个月，总投资额120亿，对应40gwh		
2021年2月	肇庆基地	宁德时代动力及储能电池肇庆项目一期	120亿	40	建设期24个月，总投资额120亿，对应40gwh		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能规划傲视群雄，全球龙头优势再扩大。公司已规划 8 大主要独资生产基地，包括宁德章湾区（东桥/湖东/湖西）、宁德车里湾、宁德福鼎、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂、广东肇庆，合计规划产能超过 500gwh；考虑目前合资产能，公司产能规划 600-650gwh，在全球电池企业中规划产能遥遥领先（lg 规划 2023 年产能达到 260gwh）。20 年底公司产能约 120gwh（独资 100gwh），21 年底预计扩至 200gwh 左右（独资 160gwh）。在建的车里湾基地、四川时代、溧阳四期、宁德福鼎、广东肇庆基地将从 22 年开始陆续投产，满足公司在手订单需求，可支撑公司保持全球 30% 以上份额。

图 2：宁德时代产能测算（年底产能，gwh）

持股	基地	规划产能	2,018	2,019	2,020	2,021	2,022	2,023	2,024	2,025
独资	宁德东桥	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	宁德湖东M区	7	7	7	7	7	7	7	7	7
	宁德湖东N区	18	18	18	18	18	18	18	18	18
	宁德湖东N区	12			8	12	12	12	13	14
	宁德湖西一期	11	11	11	11	11	11	11	11	11
	宁德湖西二期	14	6	14	14	14	14	14	14	14
	宁德湖西三期	12			8	12	12	12	12	12
	宁德湖西四期（定增项目）	16			12	18	18	18	18	18
	溧阳一期	4		4	4	4	4	4	4	4
	溧阳二期	6			6	6	6	6	6	6
	溧阳三期	24			6	24	24	24	24	24
	溧阳四期	40					8	16	17	18
	青海时代	15		2	5	15	15	15	15	15
	德国图林根一二期	100				4	14	30	50	70
	四川时代一二期	33				10	30	33	33	33
	四川时代三四期	33					10	30	33	33
	四川时代五六期	40						10	30	33
	宁德福鼎基地	60					6	20	30	60
	宁德车里湾基地	32				8	16	20	30	32
	广东肇庆一期	40						20	30	40
合计	518	42	56	99	163	225	300	365	422	
合资	时代上汽	36		8	18	28	36	36	36	36
	时代广汽	10				5	10	10	10	10
	时代东风	10				5	10	10	10	10
	时代吉利	27					5	5	5	5
	时代一汽	15					10	15	15	15
	时代一汽二期	17							10	17
合计	114	0	8	18	38	71	76	86	93	
合计	632	42	64	117	201	296	376	451	515	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注释：新增福鼎、溧阳四期，且四川时代规划略微提升

宁德扩产提速，配套供应商明显受益，带领中国供应链崛起。宁德近两次扩产将增加 230GWh 产能，到 2025 年规划产能将超过 600gwh，其产业链受益明显（正极-德方纳米、容百科技，负极-璞泰来、中科电气，隔膜-恩捷、星源材质、中材科技，电解液-天赐、新宙邦，结构件-科达利，铜箔-嘉元、诺德，导电剂-天奈科技），此外璞泰来、恩捷、德方已在四川周边配套建厂，份额有望上升。

行业景气度超预期，预计宁德 21 年出货 100gwh 以上，同比翻番。Q1 行业继续满产，景气度再超预期，公司 1 月排产延续满产，2 月春节微降，3 月恢复，Q1 预计排产 20gwh 以上，同比增长 300%。全年来看，国内市场 toB 端需求恢复，同时新车型 MY、ID4 放量，造车新势力再上台阶，我们预计 21 年国内销量 200 万辆以上，对应电池需求 100gwh 以上，同比增长 50+%。其中新增合资车型、新势力、运营车等均由宁德主供，且独供特斯拉标续版，我们预计宁德 21 年国内份额将恢复至 50%以上，考虑提前备货及换电等需求，预计宁德国内市场出货量有望达到 75gwh。海外方面，欧洲市场持续高速增长，宁德将受益于 PSA，大众，戴姆勒等拉动，21 年动力电池出口将翻番至 15gwh 以上。此外，国内外储能市场爆发，宁德时代凭借规模及成本优势，储能销量有望 2 倍以

上增长至 10gwh 以上。因此，我们预计宁德 21 年动力及储能出货 100gwh 以上，同比翻番。

全面领先，全球龙头地位确立，长期成长空间确定。宁德时代从技术储备、客户定点、产能布局、成本管控等方面看，已全面领先，全球龙头地位确立。公司目前国内份额 50%左右，海外市场 20 年开始放量，过去三年年获得骄人定点成绩，包括特斯拉、宝马、大众、通用、PSA、现代、丰田等，多点开花，未来 5 年订单可见度高。长期看，我们预计宁德在国内份额 45%以上，海外份额 20%以上。我们预计公司 25 年出货 350-400gwh，较 20 年增长 7 倍，五年复合增速 50%+，成长空间确定。同时储能市场开始爆发，公司已提前布局技术、产能、渠道等，后续增量明显。

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润为 52.0/97.1/136.8 亿元，同比分别 14%/87%/41%；EPS 分别 2.23/4.16/5.827 元；对应现价 PE 分别 165/88/63 倍。公司产能扩张加速，全球动力电池龙头地位稳固，未来高增长确定性高，且利润确认相对保守，我们给予一定的估值溢价，给与 21 年 100 倍 PE，对应目标价 416 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

宁德时代三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	71,695	97,201	134,956	174,228	营业收入	45,788	50,074	87,534	119,138
现金	32,270	52,683	65,335	82,477	减: 营业成本	32,483	36,262	63,283	86,999
应收账款	8,339	9,171	16,032	21,820	营业税金及附加	272	298	520	708
存货	11,481	12,181	21,730	29,581	营业费用	2,157	2,303	3,851	5,004
其他流动资产	14,499	16,652	24,024	31,103	管理费用	4,825	5,108	8,491	10,722
非流动资产	29,657	33,255	34,495	34,774	财务费用	-782	-968	-1,536	-1,953
长期股权投资	1,540	1,540	1,540	1,540	资产减值损失	1,670	1,150	1,258	1,495
固定资产	17,417	21,781	24,072	24,101	加: 投资净收益	-80	0	25	200
无形资产	2,302	2,188	2,172	2,054	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	8,397	7,745	6,710	7,078	营业利润	5,759	6,603	12,321	17,193
资产总计	101,352	130,457	169,451	209,002	加: 营业外净收支	2	7	7	7
流动负债	45,607	49,323	80,842	108,296	利润总额	5,761	6,610	12,328	17,200
短期借款	2,126	1,500	1,500	1,500	减: 所得税费用	748	925	1,726	2,408
应付账款	10,692	11,936	20,830	28,637	少数股东损益	452	483	901	1,109
其他流动负债	32,790	35,887	58,512	78,159	归属母公司净利润	4,560	5,202	9,701	13,682
非流动负债	13,557	14,557	14,048	15,048	EBITDA	9,386	11,437	18,496	24,810
长期借款	4,981	5,981	6,981	7,981	EPS (元)	1.96	2.23	4.16	5.87
其他非流动负债	8,576	8,576	7,068	7,068					
负债合计	59,164	63,880	94,891	123,345	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	4,053	4,536	5,437	6,547	每股收益(元)	1.96	2.23	4.16	5.87
归属母公司股东权益	38,135	62,041	69,123	79,111	每股净资产(元)	17.27	26.63	29.67	33.96
负债和股东权益	101,352	130,457	169,451	209,002	发行在外股份(百万股)	2,208	2,329	2,329	2,329
					ROIC (%)	18.8%	18.0%	21.6%	27.6%
					ROE (%)	12.0%	8.4%	14.0%	17.3%
					毛利率 (%)	29.1%	27.6%	27.7%	27.0%
					销售净利率 (%)	10.9%	11.4%	12.1%	12.4%
					资产负债率 (%)	58.4%	49.0%	56.0%	59.0%
					收入增长率 (%)	54.6%	9.4%	74.8%	36.1%
					净利润增长率 (%)	38.2%	14.7%	86.6%	39.5%
					P/E	187.65	164.93	88.41	62.66
					P/B	21.30	13.81	12.40	10.83
					EV/EBITDA	91	75	46	35

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>