

证券研究报告

2021年02月25日

行业报告 | 行业深度研究

电气设备

宁德时代深度4：复盘台积电，看宁德时代成长之路

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

本篇报告我们主要通过复盘芯片代工龙头台积电成长史，探讨动力电池龙头宁德时代的中期成长路径，之所以拿台积电与宁德时代类比，主要基于从商业模式看，我们发现电池与芯片都是技术不断迭代的行业，龙头的竞争优势不断强化；同时，二者又有一定的差异：

- 从收入空间看，电池赛道远胜于芯片代工，从利润空间看，芯片目前大约在1000亿，动力电池成熟期约1500亿（算上储能会大幅增加），电池赛道在远期空间比芯片代工大。
- 由于芯片代工存在随着技术迭代深入，单线Capex、技术工艺难度都大幅增加，且成本端接近90%为制造费用，完全成本中40%为折旧摊销，龙头公司可以形成技术领先——先进制程超额收益+普通制程价格战——盈利差距+份额持续提升——现金流差距拉大——加大研发、产线投入——技术继续领先的正循环，因此龙头公司可以完成一家独大——占据60%份额，拿走几乎所有利润。
- 但电池赛道的特点在于电池制造作为系统性工程，龙头公司在技术研发端会承接大量材料研发，在技术不断迭代的背景下，龙头公司可以凭借领先的技术+代工模式+布局上游资源实现深度供应链管理，从而与二线拉开成本差距与不断提升份额。但动力电池赛道成本端80%+为材料成本，且技术迭代频率慢于芯片，因此龙头公司在成本差距与技术优势无法实现台积电相较于二线公司的巨大差距，预计远期动力电池龙头公司占据40%份额，10-15%净利率。
- 综合来看动力电池赛道也能孕育出千亿级利润体量的龙头公司，我们认为宁德时代像台积电一样，是可以看到“终局”的成长型公司。

# 摘要

**复盘台积电历史股价走势，看宁德时代的投资节奏：**复盘2000年互联网行业大繁荣，PC、移动手机、通信网络市需求快速增长，下游繁荣拉大中游芯片代工业绩大增，台积电业绩也从1999年的53亿元增加至169亿元，但随着2001年泡沫破裂，下游大量互联网公司破产，行业增速出现下滑，台积电利润降至26亿元，同比下降84%，股价也下跌60%以上。

**芯片代工的重资产一方面提升了行业壁垒，但也带来盈利波动大的问题，**在行业下行周期，业绩容易出现大幅下降，因此2000年互联网泡沫引发台积电股价下跌本质上是消化EPS下滑，随着台积电股价回调，公司市值随后开启了20年接近20倍的增长。

- 本轮电动车行业兴起已逐步从过去的政策驱动过渡到供给驱动，而互联网巨头的进入也将进一步加速供给端的繁荣，在当前市场预期商业模式与竞争格局重塑的背景下，不断推高下游整车厂估值。
- 下游估值繁荣对于全面推动电动化有着重要作用，因为整车制造投资大、回报周期长，估值繁荣有利于下游融资扩产，从而拉动中游加速扩张，目前市场正处于这一阶段，行业景气度将不断向上。
- 市场担心估值过渡到全面扩张存在一定隐患，客观上确实并非所有公司都有望成为“Tesla”，因此一些公司存在估值回归的可能性，估值回归有可能引发下游投资热情下降，从而导致中游业绩阶段性失速，但动力电池行业已经经历过下行周期，市场对于公司的现有竞争力也有共识，而对于远期竞争力逐步强化，我们认为市场的预期仍不足。
- 如果行业再次阶段性向下，由于动力电池资产没有芯片代工那么重，因此业绩也不会像台积电那样大幅下降，但由于长期看动力电池行业基本面不断向上，宁德时代也有类似台积电拥有强者恒强的竞争优势，是可以看到“终局”的公司，继续保持重点推荐。
- **风险提示：电动车销量不及预期，国内电池下降过快，海外产能建设不及预期，下游车企估值回归导致中游增速失速。**

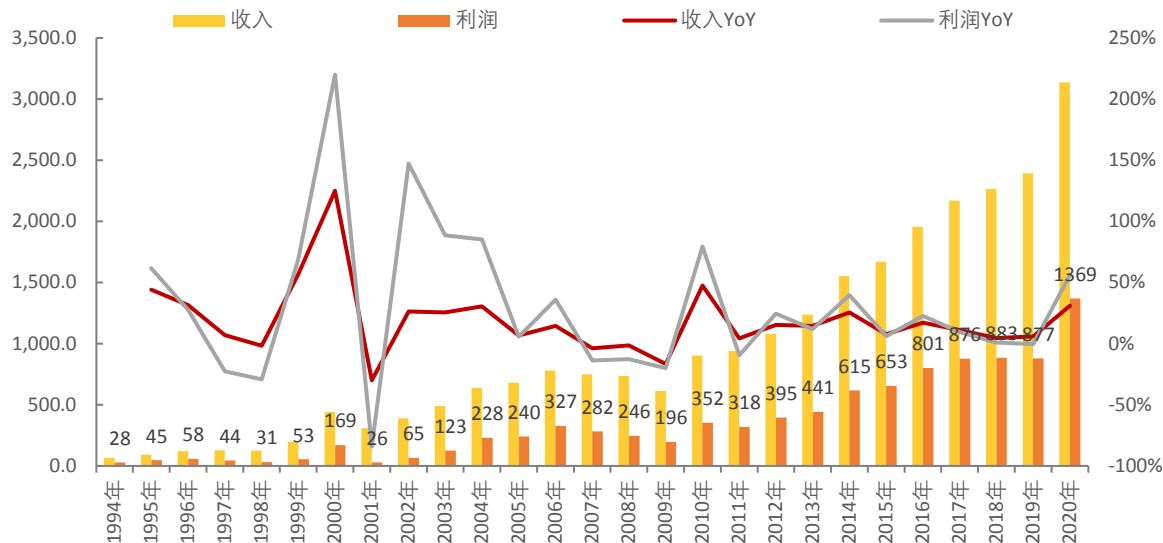
# 芯片代工

# 复盘中游制造业标杆企业——台积电，推演宁德时代时代的成长

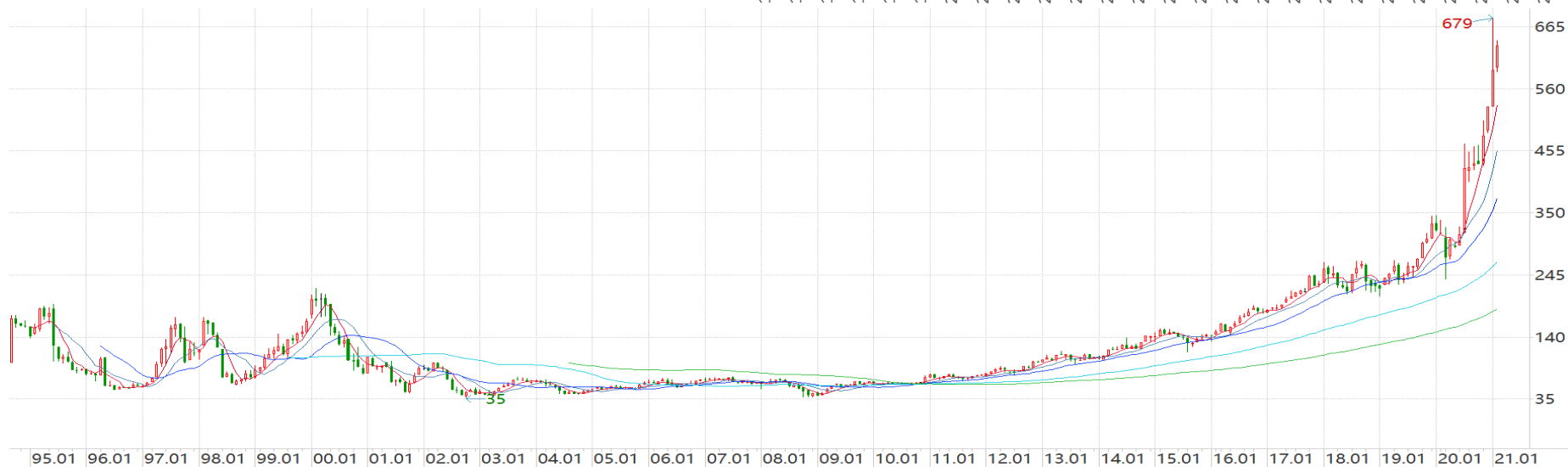
□ 台积电目前市值高达16.4万亿台币（折合人民币3.8万亿人民币），20年涨幅接近20倍，2020年净利润高达1369亿元，上市以来复合增长16%。

□ 在当前宁德时代市值迈过8000亿门槛后，如何看宁德时代未来的成长？作为制造业的标杆，台积电的成长逻辑很值得我们在投资宁德时代时借鉴。

图：台积电历史业绩（亿元）



图：台积电历史股价走势图（台币/股）

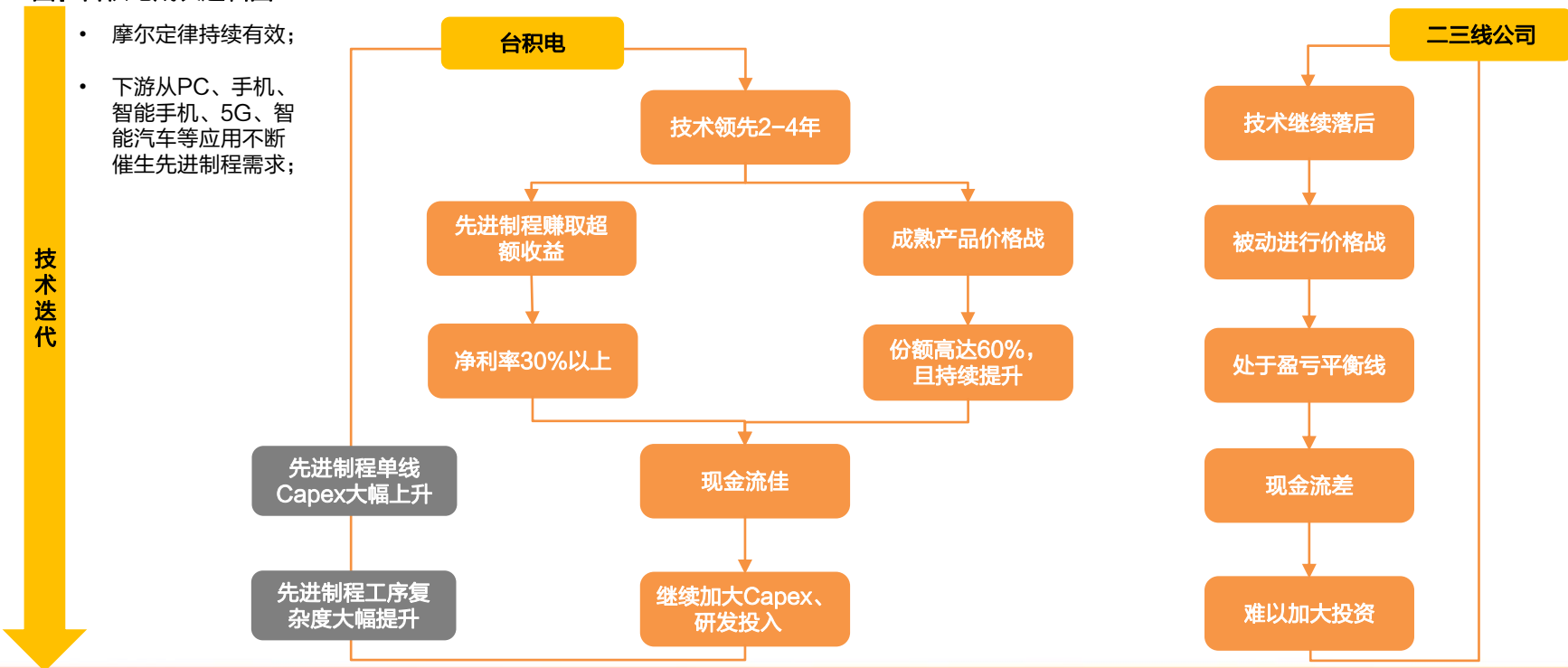


# 台积电成长逻辑：技术迭代背景下凭借先进制程拉开盈利差距，高Capex投入形成正循环

台积电缘何能够成就26年复合增速16%，一方面由于芯片行业成长性强，另一方面则是芯片代工行业的特殊性强化了公司的alpha:

- 首先台积电一般领先行业2-4年技术，芯片代工行业的特殊性在于制造费用占比高达90%，折旧摊销占比高达40%。
- 因此台积电一方面可以通过先进制程赚取超额收益，另一方面加速折旧使得先进制程过渡到普通制程后，可以通过价格战压低竞争对手盈利水平，从而实现台积电自身享受30%净利率，二三线公司只能处于盈亏平衡线。
- 不同梯队巨大的盈利差距导致了巨大的现金流差距，而先进制程的单线Capex、工序复杂度相较于普通制程又大幅上涨，导致二三线厂商很难加大研发投入、Capex赶超台积电的技术水平，从而进一步稳固台积电的技术优势，形成正循环。

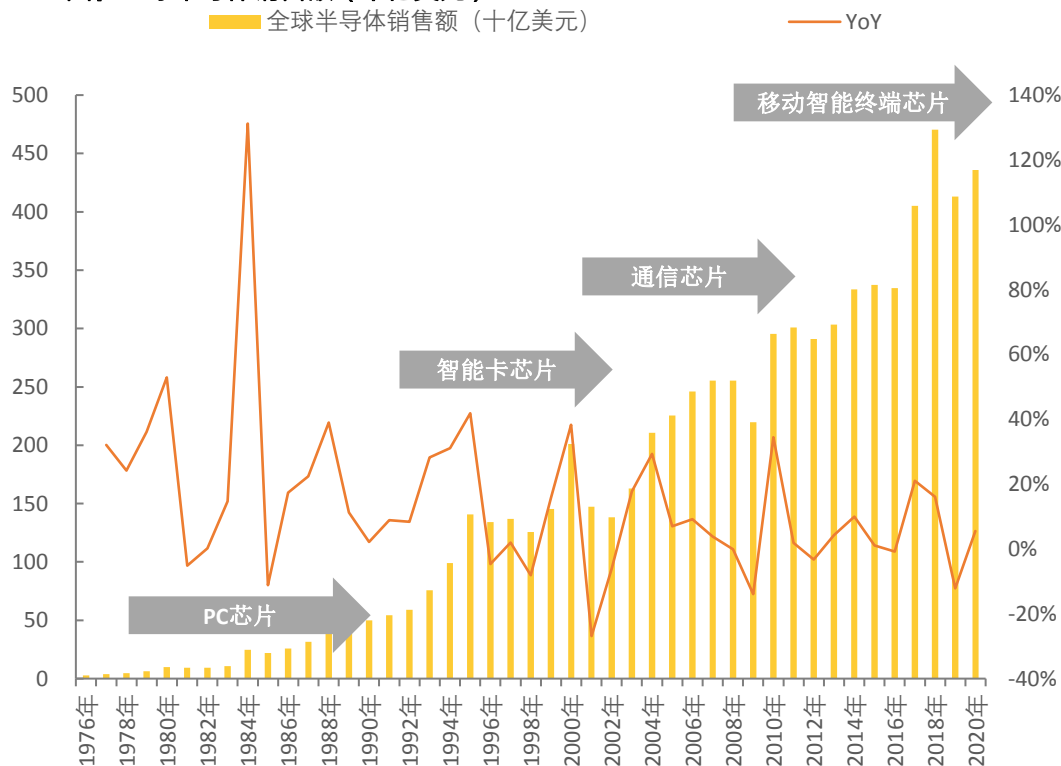
图：台积电成长逻辑图



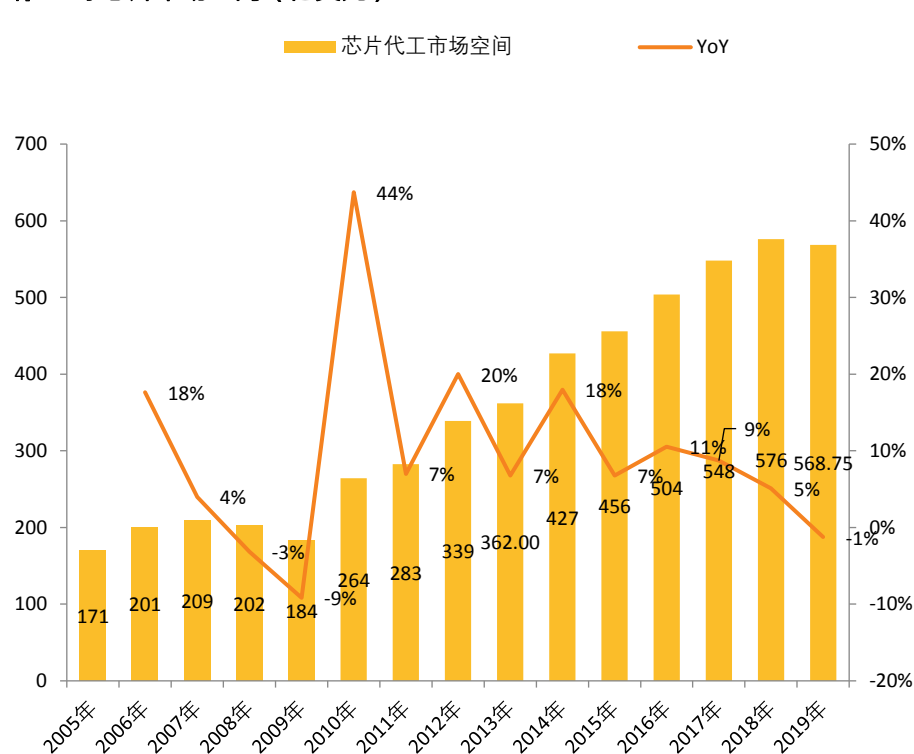
# 芯片代工行业：下游应用广阔，市场空间约4000亿人民币，复合增速接近10%

- 半导体行业：半导体行业下游应用空间广阔，因此成长性很强。2020年全球半导体销售额已达4360亿美金（约3万亿人民币），年复合增长率约12%。
- 芯片代工行业：芯片代工行业处于半导体行业中游，2019年全球芯片代工行业市场空间约569亿美金（约4000亿人民币），年复合增长率约9%。

图：全球半导体销售额（十亿美元）



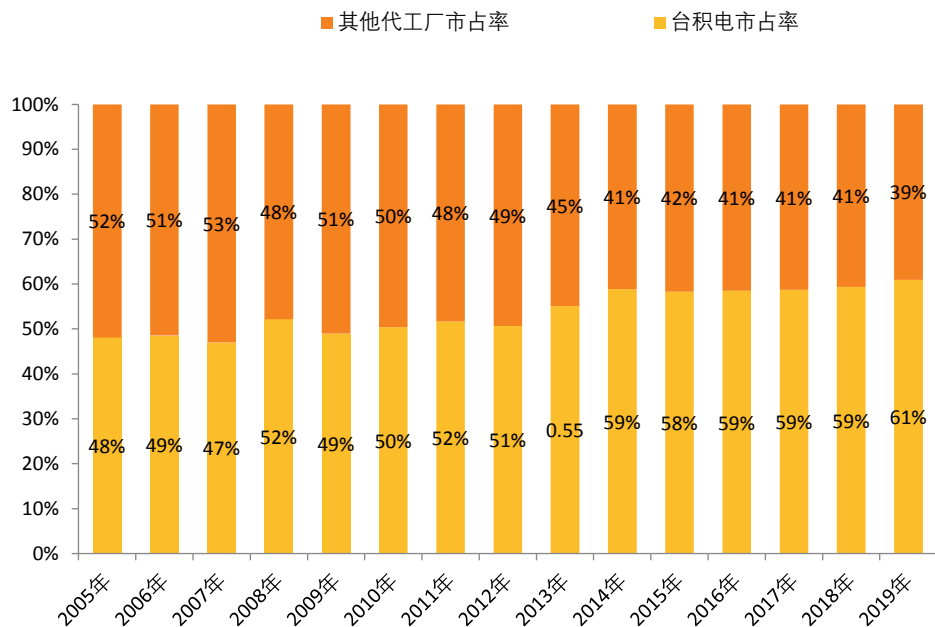
图：全球芯片市场空间（亿美元）



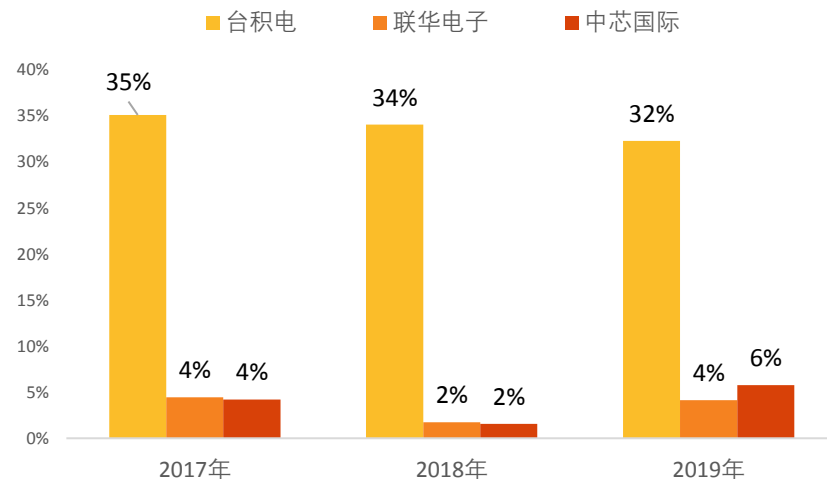
# 台积电：芯片代工王者，独占60%份额，行业利润基本被台积电拿走

- 台积电在芯片代工行业地位超群，具体呈现两个方面：
- 1) 盈利水平大幅领先同行，台积电净利率超过30%，而排名第三、第四的厂商净利率略高于盈亏平衡线；
- 2) 份额持续提升，2019年份额已提升至61%。

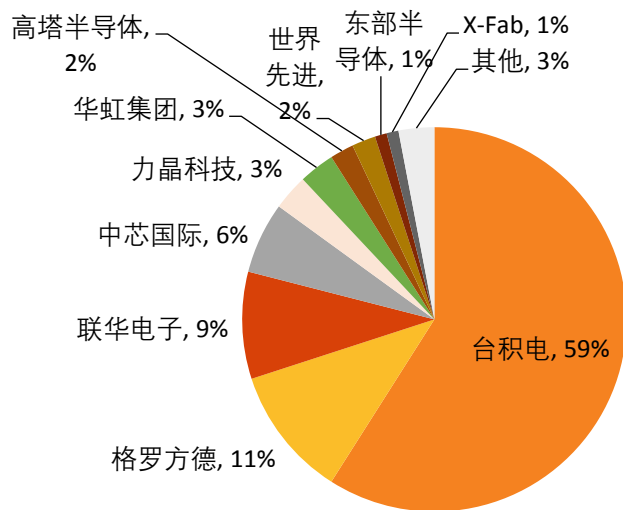
图：台积电在全球芯片代工市场份额



图：主要芯片代工企业净利率对比



图：2018年全球芯片代工市场格局

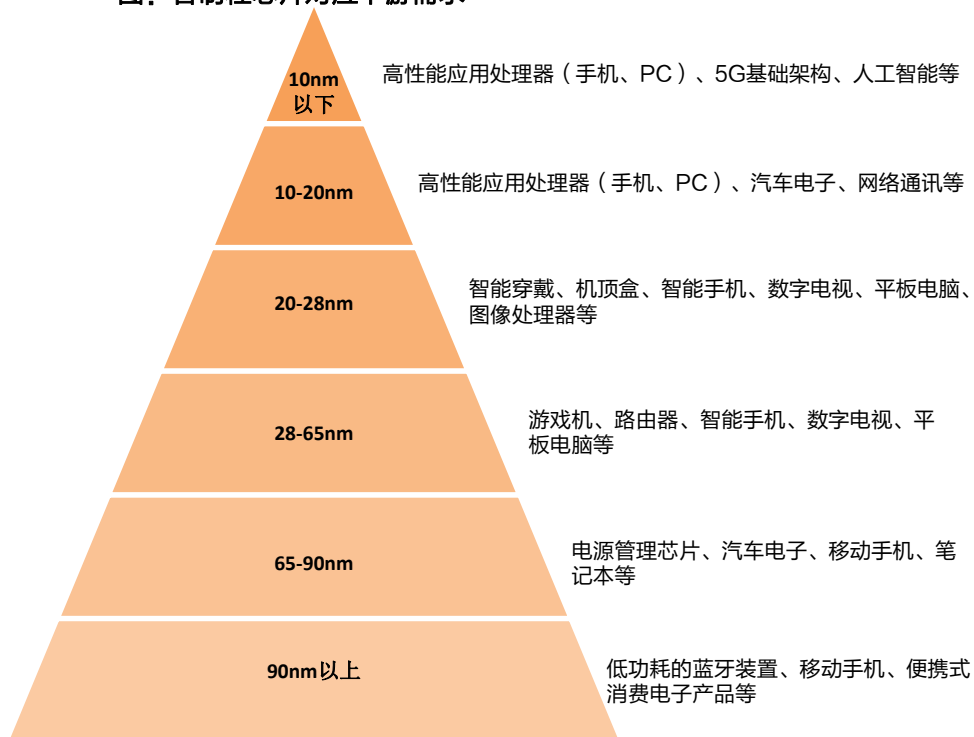




# 芯片代工的技术迭代背后：先进制程决定了下游产品的性能

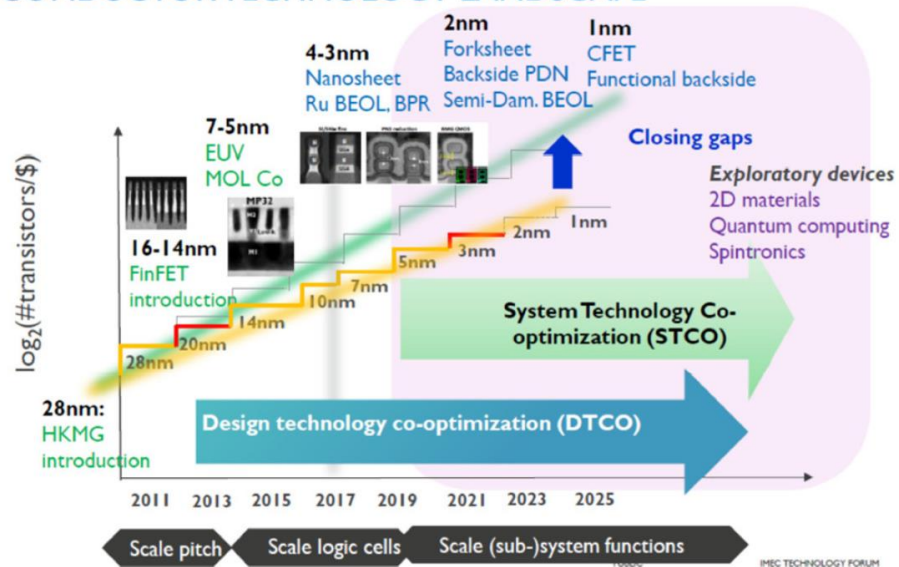
- ❑ 芯片制程直接影响了芯片的性能、功耗、成本，先进制程的芯片在性能提升的同时，功耗与成本也会进一步降低。
- ❑ 芯片的性能直接影响了下游产品如手机、PC的关键指标，且高性能芯片的出现也会进一步促进下游产品新业态的呈现，因此对于高性能芯片的需求，从技术发展的角度看是无止境的。

图：各制程芯片对应下游需求



图：先进制程技术演进方向

## SEMICONDUCTOR TECHNOLOGY LANDSCAPE

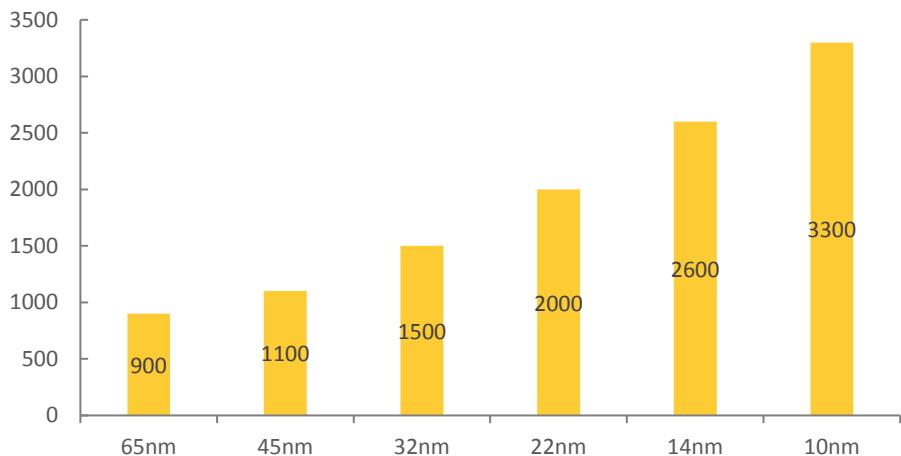


# 先进制程的工艺数与单线Capex大幅上涨，行业壁垒逐步提高

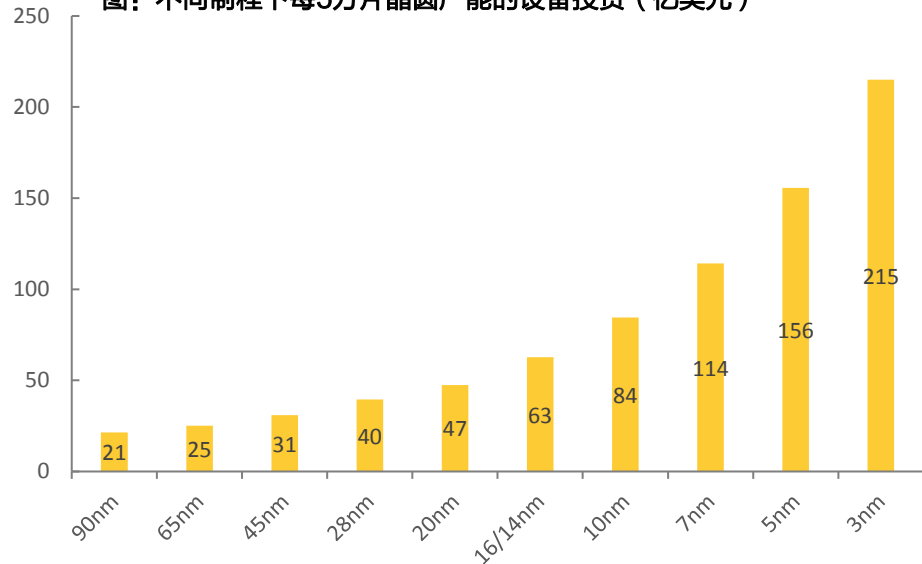
□ 先进制造的CMOS与单线Capex均大幅上涨，如10nm制程的CMOS工艺步骤数高达3300个，而65nm只有900个。3nm的5万片晶圆设备投资高达215亿美元，而65nm仅需25亿美元。

□ 行业壁垒提升背景下，先进制程厂商大幅减少，目前纯代工厂中只有台积电实现10nm以下制程，领先同行2-4年。

图：不同制程下CMOS工艺步骤数



图：不同制程下每5万片晶圆产能的设备投资（亿美元）



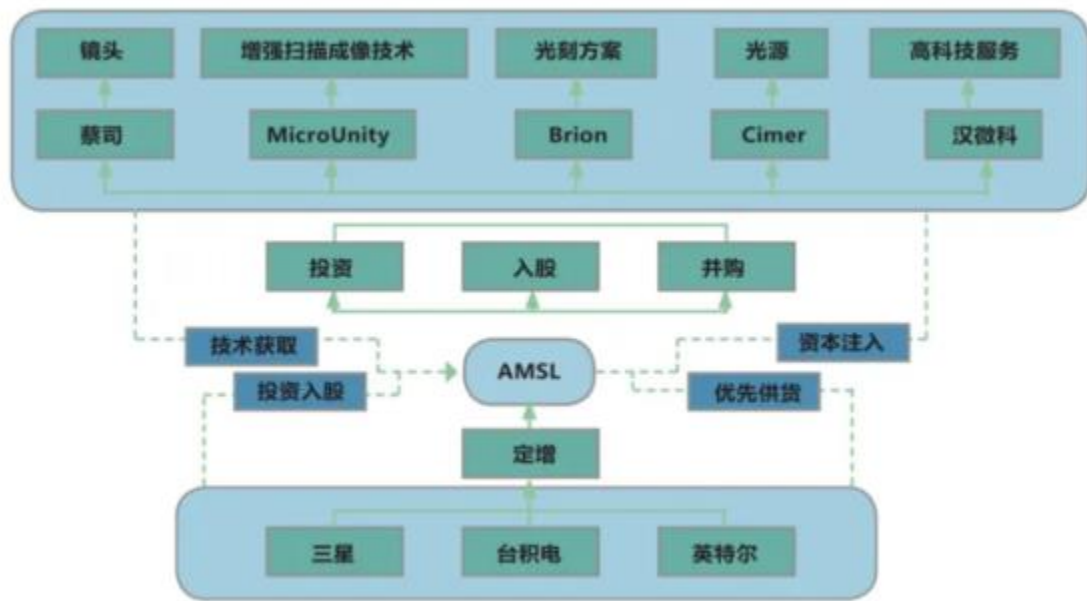
图：各企业制程进展

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
台积电	28nm			20nm	16nm	10nm		7nm	
格罗方德	32nm	28nm			14nm			12nm	
联华电子			28nm				14nm		
中芯国际	40nm				28nm				14nm
力晶科技		90nm		55nm		25nm			
华虹集团						65nm	55nm	28nm	
高塔半导体				65nm、45nm					

## 台积电深度绑定上游核心设备商，优先使用ASML最新EUV

- 上游光刻机设备是芯片代工环节最重要的核心，台积电成长同样伴随深度绑定上游核心设备商——ASML。
- 2004年台积电与ASML合作，开发出“浸润式光刻”方案，实现弯道超车，使得当时不到10%份额的ASML全力赶超尼康，在2007年ASML拿下60%份额。
- ASML在2012年提出一项“客户联合投资计划”（CCIP），即ASML的客户可以通过注资，成为股东并拥有优先订货权，intel、台积电、三星分别投资41亿美元、8.38亿欧元、2.75亿欧元。

图：ASML2012年CCIP示意图

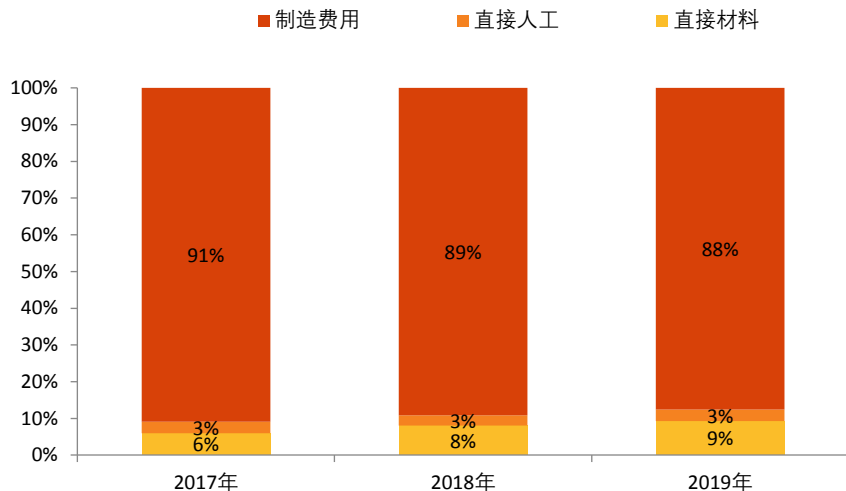


# 制造业极致：40%成本为折旧摊销，龙头公司与二三线公司盈利差距容易拉大

□ 芯片代工赛道由于专注于制造，且芯片作为人类精密仪器巅峰，成本端接近90%为制造费用，完全成本中40%为折旧摊销费用。

□ 制造费用占比高则很容易通过规模化降本，且台积电将设备折旧政策加速到2-5年，基本与其技术代际领先年限一致，从而实现先进制程享受超额收益，成熟产品打价格战压低二三线公司盈利，从而强化台积电竞争优势。

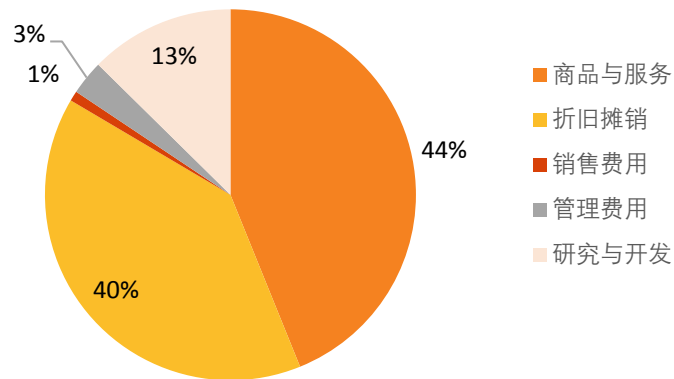
图：中芯国际成本端拆分



表：芯片代工公司折旧年限对比（年）

	房屋及建筑	设备	办公设备
台积电	10-20	2-5	3-5
联华电子	20-56	5-11	1-9
华虹半导体	25	5-10	5
高塔半导体	10-25	3-15	3-15
华润微	25	8	5
中芯国际	25	5-10	3-5

图：2019年台积电成本拆分

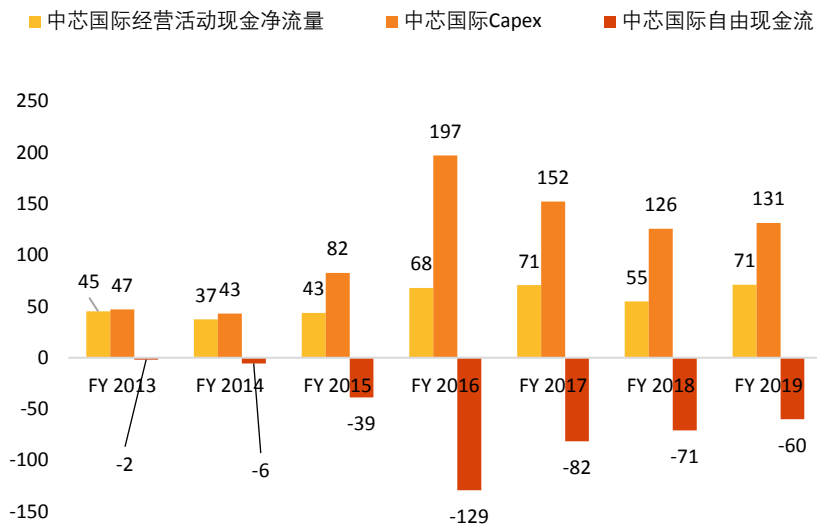


# 台积电可通过内生性资金扩张Capex，但二线只能通过融资破局，不确定性大幅增加

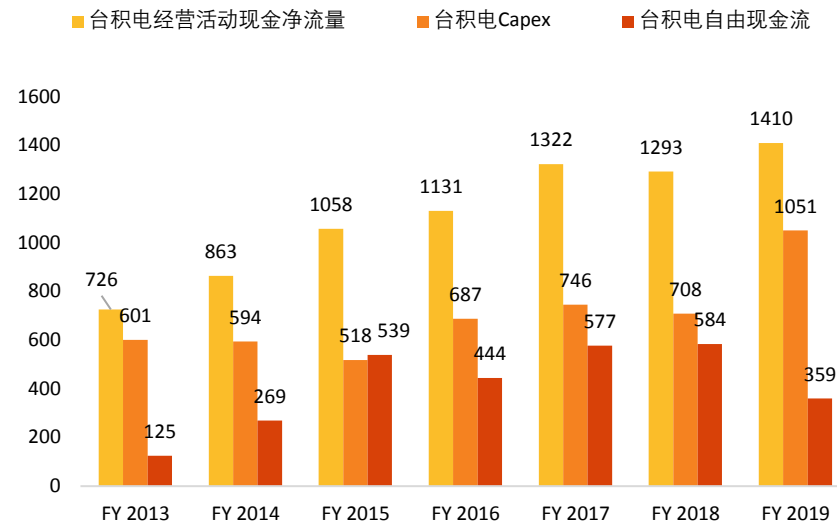
❑ 台积电的经营活动现金净流量远大于Capex，每年都能通过内生性资金进行扩张，先进制程技术稳步推进。

❑ 二线为了跟上龙头公司步伐只能加大Capex，但由于盈利远不如龙头公司，先进制程的单线Capex又逐步增加，因此只能通过外部融资破局，每年的Capex高度依赖融资进度，波动很大，不确定性大幅增加。

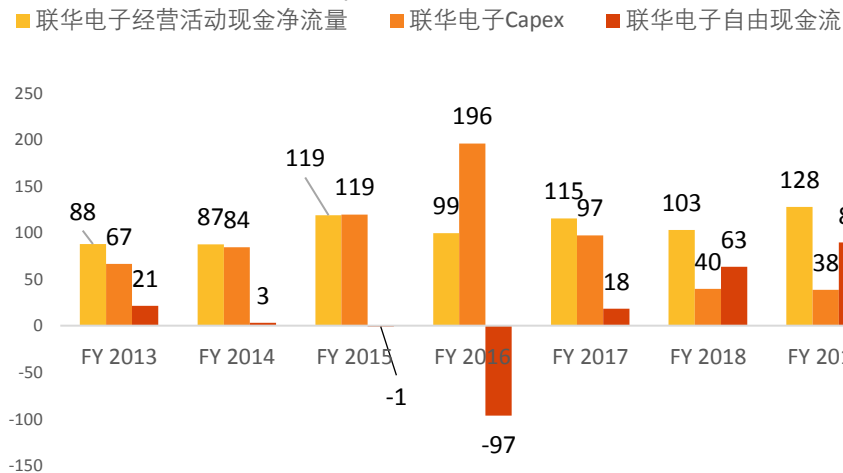
表：中芯国际现金流与Capex（亿元）



表：台积电现金流与Capex（亿元）



表：联华电子现金流与Capex（亿元）

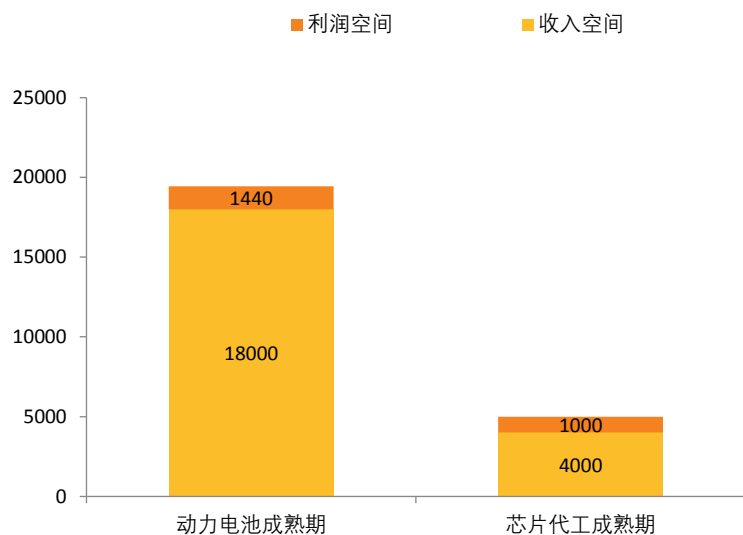


# 动力电池

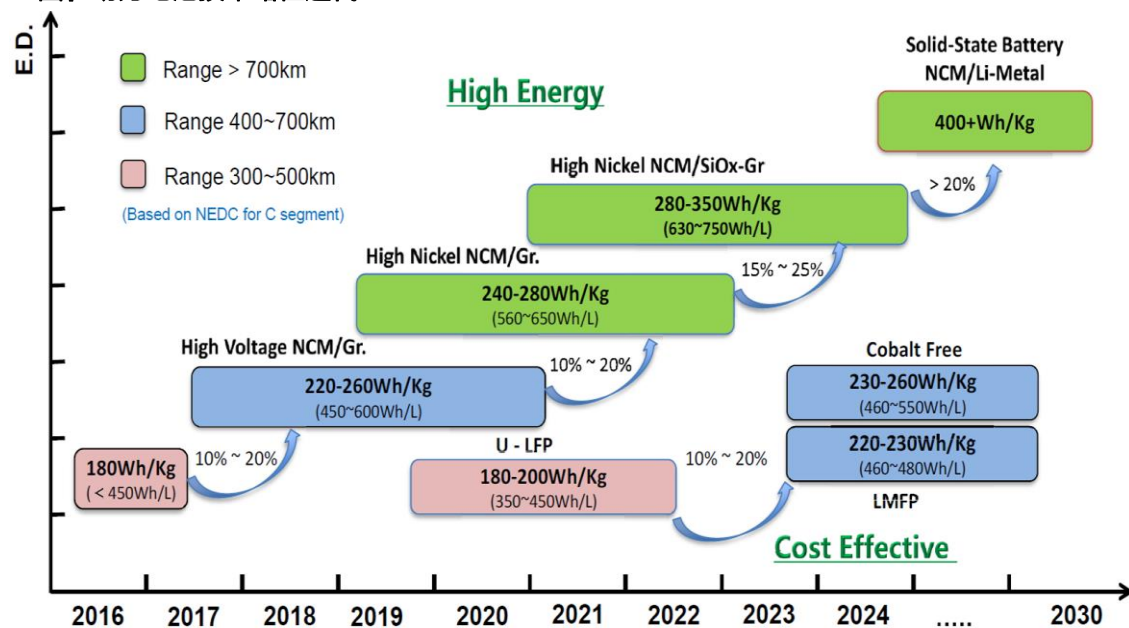
## 与芯片代工类似，电池属于成长性极佳的大赛道，同时目前也处于技术快速迭代期

- ❑ 动力电池与芯片代工行业对比如何？单从市场空间看，成熟期的动力电池行业收入接近2万亿（假设6000万辆电动车），大于芯片代工的4000亿，利润空间看动力电池约1500亿，芯片代工约1000亿，如果算上储能电池，宁德所在的赛道空间更大。
- ❑ 与消费电子时代，电池只是作为“配角”不同，在将运输工具电动化的时代，动力电池作为动力源的重要性被急剧放大，下游对于低成本、高能量密度、长寿命、高安全性的动力电池有更强需求，也是决定下游竞争力的关键，因此倒逼电池行业技术进入快速迭代期。
- ❑ 除了满足最重要的“技术迭代”外，电池赛道能否也能像芯片代工形成“强者恒强”，关键在于确认龙头公司能否形成优势累积，我们认为需要从电池的成本结构进行分析。

图：成熟期的动力电池与芯片代工收入、利润空间对比（亿元）



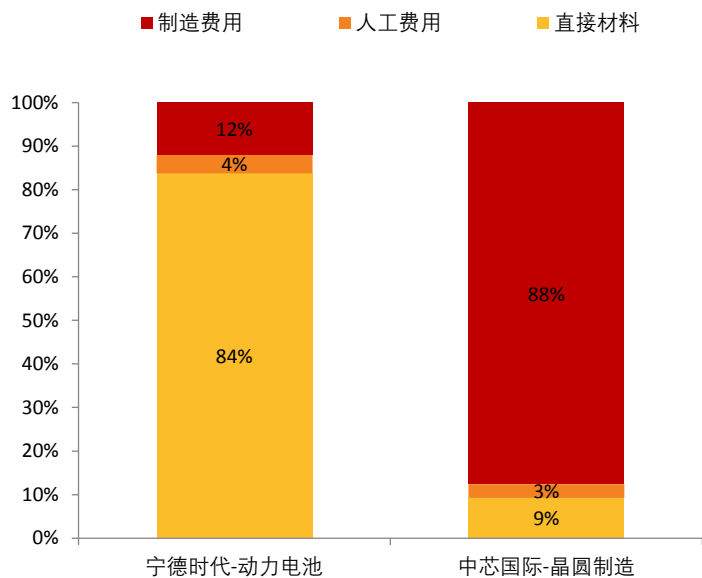
图：动力电池技术路径迭代



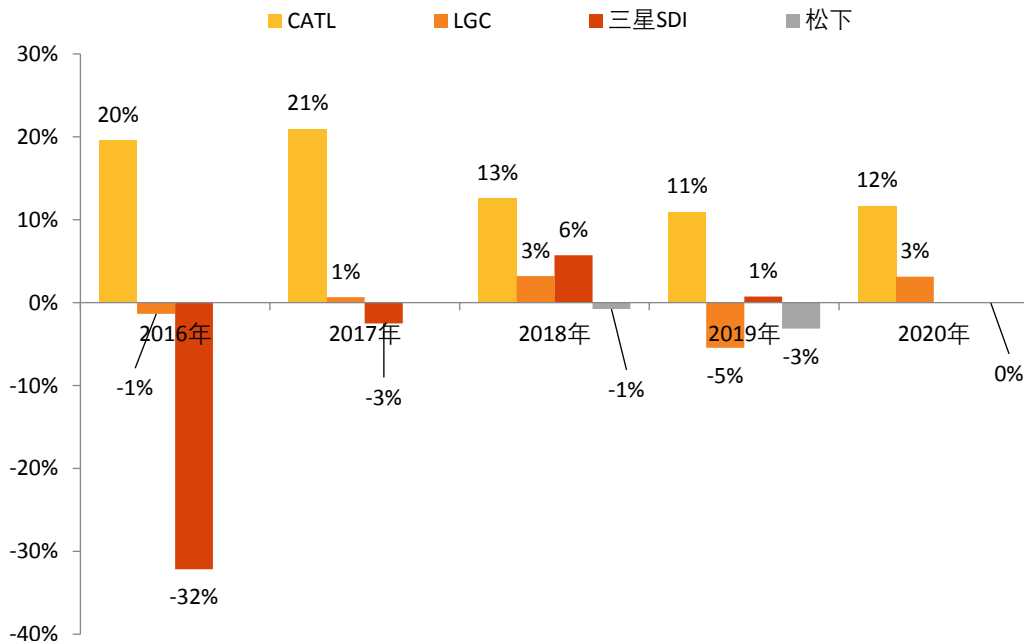
# 与芯片代工相比电池的材料成本占比高，加大技术研发与供应链管理是拉开成本差距的关键

- 从成本构成看，宁德时代的动力电池成本中80%+是材料成本，而晶圆制造中80%+是制造费用。
- 二者成本结构不同，动力电池行业虽然也有技术迭代，但是龙头公司与二线公司盈利差距无法像晶圆制造一样有30%的净利率差距。
- 但加大技术研发与供应链管理也能拉开盈利差距，目前宁德与海外电池巨头的盈利差距普遍有10Pct左右。

图：动力电池与晶圆制造成本端结构差异



图：宁德时代与海外动力电池巨头净利率对比

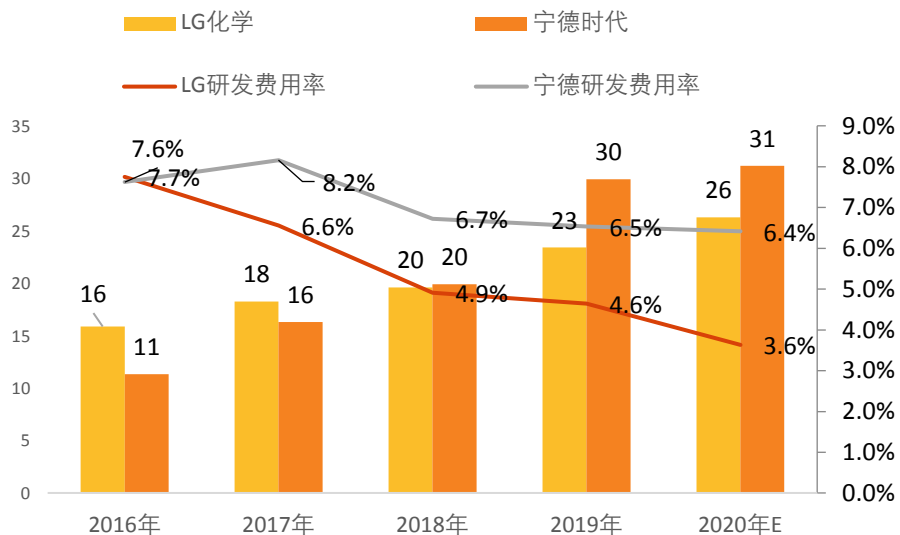




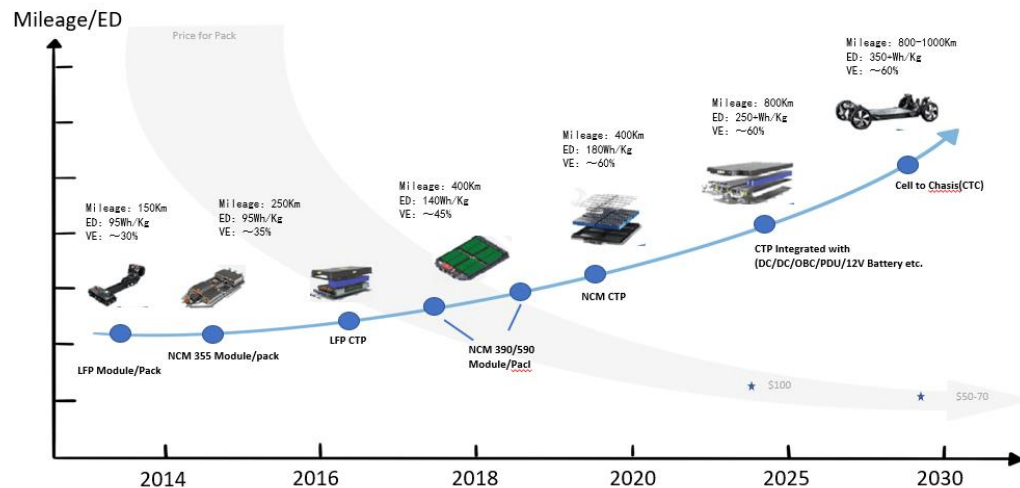
# 宁德时代研发投入已与LGC拉开差距，CTP技术已走在全球前列

- 宁德时代的研发投入已连续三年超过LG化学，宁德时代或在技术上已开始超越LG化学。
- 公司是最早量产CTP技术的公司之一，目前已有CTP+LFP，后续将逐步落地NCM523+CTP、NCM811+CTP、CTC，持续保持技术领先优势。

图：宁德时代与LG化学研发费用对比（亿元）



图：宁德时代技术路径演变



## 供应链管理：深入布局上游产业链资源+正极+设备

- 目前宁德时代对上游布局不输于海外巨头LG化学，是中游电池中布局上游最深的厂商之一，而目前国内其他厂商在上游布局则较少。此外2020年8月宁德抛出约190亿投资产业链计划，目前预计仍有大量资金等待布局。
- 宁德时代主要布局方向为核心资源——锂、镍、钴，其次为成本最大的正极，分为三元前驱体与磷酸铁锂，以及全额参与关键设备厂商——先导智能定增。

表：宁德时代上游布局

	时间	合作企业	合作方式
锂资源	2019年9月	澳大利亚锂矿企业Pilbara Minerals	2.6亿人民币认购8.5%股权
	2018年	北美锂业 North American Lithium	目前持股43.59%
	2019年11月	天宜锂业	宁德持股天华超净子公司天宜锂业15%股权
镍资源	2018年	北美镍业 North American Nickel	持股25.38%
	2018年	建设印尼红土镍矿	广东邦普、格林美、青山钢铁、印度尼西亚IMIP合资
	2020年	拟投资50亿美金在印尼建厂	
钴资源	2016年10月	嘉能可	4年供货协议，锁定2万吨钴资源
	2019年9月	广东邦普	投资36亿元建立宁波邦普，公司直接持股49%
	2019年4月	广东邦普	总投资91亿元投建三元前驱体10万吨
三元前驱体	2015年	广东邦普	收购广东邦普，截至2019年6月合计持股52.88%
	2021年1月	曲靖麟铁-四川江安	在四川江安县年产8万吨磷酸铁锂，宁德持股40%
	2019年5月	曲靖麟铁-云南曲靖	2万吨磷酸铁锂，宁德持股40%
磷酸铁锂	2020年12月	湖南裕能	宁德时代与比亚迪合计对裕能增资6.5亿元
	2021年1月	江西升华	富临精工子公司，宁德时代直接增资0.2亿元，18个月内有权增长1亿元
	2020年10月	先导智能	全额参与先导25亿定增，占先导智能7.3%股份
锂电设备			

表：LG化学上游布局

	合作企业	合作方式
锂资源	澳大利亚锂矿企业 Pilbara Minerals	韩国合资建厂，投资3.09亿美元，年产3万吨氢氧化锂，2020年1月投产
镍资源	韩国Kemco	10亿韩元投资韩国Kemco，获得10%股份，Kemco将新建硫酸镍工厂，远期规划8万吨产能
钴资源	澳大利亚Cobaltbule	LG化学投资Cobalt Blue公司在澳大利亚钴项目 Thackaringa
三元前驱体	华友钴业	与华友钴业成立合资公司乐友新能源，LG化学持股51%，一期投产4万吨三元前驱体与三元正极规划10万吨三元前驱体与三元正极

# 供应链管理：宁德时代基本为国产供应商，掌握材料核心技术+代工多供应商模式压低成本

□ 宁德时代基本为国内供应商，松下基本为日本供应商，LG化学与三星SDI为全球采购，且部分材料自供。

□ 四大材料中宁德掌握多个环节的核心技术，普遍采用代工+多供应商模式压低成本。

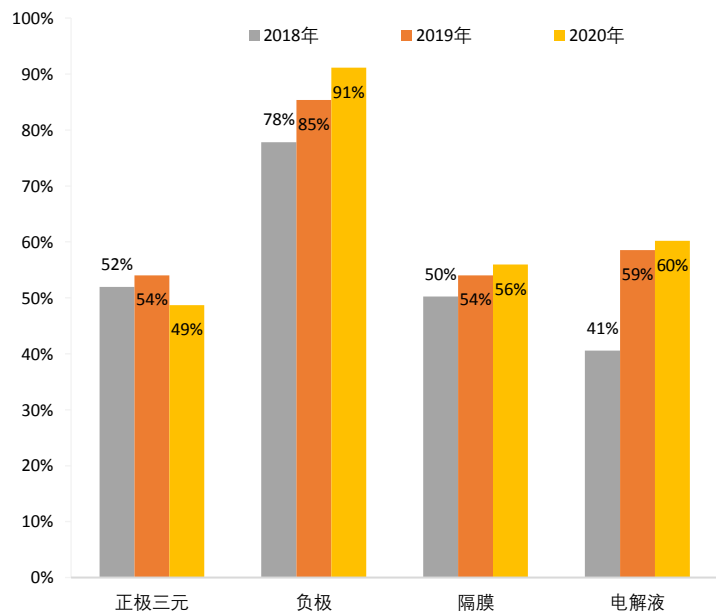
图：四大动力电池厂商原材料供应链

	LG化学	三星SDI	松下	宁德时代
正极	部分自供 韩：LG化学、L&F、ECOPRO 日：日亚化学 比利时：优美科	部分自供 韩：L&F、ECOPRO、POSCO、三星SDI 中：格林美、当升科技 比利时：优美科	日：住友金属、户田工业 中：厦门钨业、芳源环保 比利时：优美科	代工模式、前驱体自供——广东邦普（宁德51%股权） 中：容百科技、长远锂科、天津巴莫、振华新材
负极	部分自供 韩：LG化学、POSCO 日：日立化学、三菱化学、日本碳素 中：贝特瑞、江西紫宸、上海杉杉	韩：POSCO 日：日立化成、三菱化学、日本碳素 中：贝特瑞、璞泰来	日：日立化成 中：贝特瑞、璞泰来	中：凯金能源、上海杉杉、翔丰华、江西紫宸
隔膜	韩：SK energy 日：东丽、旭化成 中：恩捷股份、星源材质 美：Entek、Celgard	韩：SK energy 日：旭化成、日本帝人、东丽 美：Celgard	日：旭化成、住友化学、宇部兴产 中：恩捷股份 美：Celgard	采购基膜、东莞卓高（璞泰来）涂敷代工 中：上海恩捷、星源材质、湖南中锂、苏州捷力
电解液	部分自供 韩：LG化学 日：三菱化学 中：江苏国泰、新宙邦 德：巴斯夫	日：三菱化学 中：新宙邦、江苏国泰	日：宇部兴产、三菱化学 中：新宙邦、江苏国泰、天津金牛	代工模式，共享配方 中：天赐材料、新宙邦、江苏国泰
采购特点	全球采购，正极偏向于自供	全球采购	基本为日本供应商，中国供应商占比较少	代工模式+国产供应商

# 供应链管理：依托国内强大材料供应链，拥有非常强的产业集群号召能力与协同研发能力

- 国内材料供应链在全球竞争力逐年增强，全球市占率不断提升。
- 宁德时代一方面依托国内强大材料供应链，另一方面在规模优势的基础上拥有非常强的产业集群号召能力，目前宁德的主要三大生产基地供应链中，国内主要材料厂商都会参与就近配套。
- 宁德时代绑定国内供应链相较于海外电池厂的另一大优势在于协同研发能力。

图：中国材料公司全球市占率



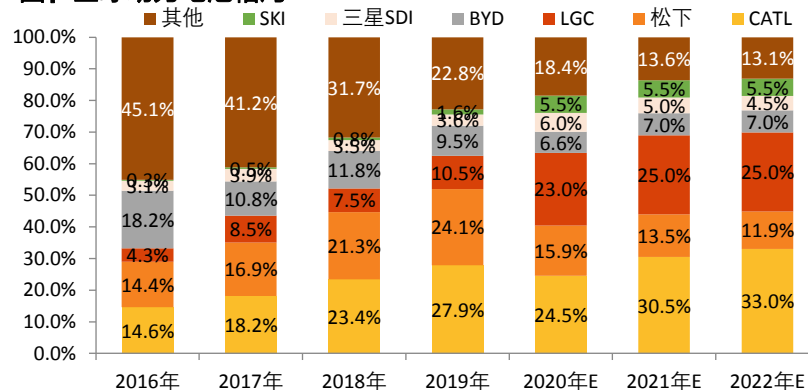
图：宁德主要生产基地材料配套

福建宁德基地	负极	隔膜	电解液	结构件
	广东凯金	江西恩捷	九江天赐	科达利惠州
	福建杉杉	珠海恩捷	福鼎天赐	宁德长盈
	福建翔丰华	湖南中锂	宁德华荣	宁德震裕
		惠州新宙邦		
江苏溧阳基地	负极	隔膜	电解液	结构件
	湖州凯金	无锡恩捷	江苏天赐	科达利江苏
	湖州杉杉	江苏星源	福建三明	常州长盈
	宁波杉杉			
	溧阳紫宸			
四川宜宾基地	负极	隔膜	电解液	结构件
	郴州杉杉	重庆恩捷		科达利宜宾
		湖南中锂		宜宾长盈

# 加大研发+深入上游布局+加速扩产，宁德的竞争优势也将随着技术迭代不断放大

- 宁德今年来已抛出680亿扩产计划，虽然动力电池的单Gwh投资逐年降低，但是由于市场空间较大，扩产所需资金也非常大，因此在当前阶段加速扩产的资金需求很大。
- 因此拥有大量在手现金，市值高达8000亿的宁德时代可以进一步加大投入研发+布局上游+加速扩产，我们认为宁德时代的竞争优势将不断扩大。

图：全球动力电池格局



表：宁德时代产能扩产梳理

产能：Gwh		产能性质	已知规划产能	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E	总投资额（亿元）	产能公告日期
<b>宁德时代总产能</b>			<b>494</b>	<b>8</b>	<b>17</b>	<b>28</b>	<b>53</b>	<b>75</b>	<b>120</b>	<b>187</b>	<b>288</b>	<b>1725</b>	
YoY						63%	91%	42%	60%	56%	54%		
<b>自有产能</b>			<b>395</b>			<b>28</b>	<b>49</b>	<b>67</b>	<b>95</b>	<b>143</b>	<b>216</b>	<b>1581</b>	
YoY							77%	37%	42%	50%	51%		
福建宁德	福建宁德（原有）	动力/储能	23			23	23	23	23	23	23	100	
	宁德湖西（IPO）	动力	24				12.0	24.0	24.0	24.0	24.0	99	2018/5/29
	宁德湖西（扩建）	动力	16						5.0	10.0	16.0	46	2019/4/25
	宁德车里湾	动力/储能	30							10.0	15.0	100	2020/2/26
	宁德福鼎	动力/储能	57								19	170	2020/12/29
青海西宁	青海西宁	储能	6.3		3.0	4.0	6.3	6.3	6.3	6.3	20		
江苏溧阳（江苏时代）	溧阳一二期	动力/储能	10		2.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	100	2017年
	溧阳三期	动力/储能	24					4.0	10.0	24.0	24.0	74	2018/11/19
	溧阳四期	动力/储能	40									120	2020/12/29
四川宜宾	四川宜宾一期	动力	10						5.0	12.0	12.0	40	2019/9/26
	四川宜宾二三期	动力	20						5.0	10.0	10.0	60	2019/9/26
	宜宾四期项目	动力	30								10	100	2020/12/29
	宜宾五六期	动力	40								13	120	2021/2/2
广东肇庆	肇庆一期	动力/储能	25								8	120	2021/2/2
德国图林根	德国图林根	动力	40						7.0	14.0	25.0	18亿欧元	2019/6/26
车企合资	上汽时代	动力											2017/6/8
	时代上汽	动力	36			4.0	8.0	15.0	25.0	36.0	36.0	100	2017/6/8
	时代广汽	动力	3						3.0	3.0	3.0	10	2018/7/19
	东风时代	动力	3						3.0	3.0	3.0	10	2018/7/19
	时代一汽	动力	15						4.0	8.0	15.0	44	2019/4/24
	时代一汽（扩建）	动力	17								6	50	2021/2/2
	时代吉利（宜宾）	动力	25								5	10	2020/8/10

# 投资建议

## 宁德时代与台积电一样，都是可以看到“终局”的成长型公司

从电池与芯片代工的商业模式来看，都是技术不断迭代的行业，龙头公司的竞争优势会不断加强。但二者之间还是有一定的差距：

- ❑ 从收入空间看，电池赛道远胜于芯片代工，从利润空间看，芯片目前大约在1000亿，动力电池成熟期约1500亿（算上储能会大幅增加），电池赛道在远期空间比芯片代工大。
- ❑ 由于芯片代工存在随着技术迭代深入，单线Capex、技术工艺难度都大幅增加，且成本端接近90%为制造费用，完全成本中40%为折旧摊销，龙头公司可以形成技术领先——先进制程超额收益+普通制程价格战——盈利差距+份额持续提升——现金流差距拉大——加大研发、产线投入——技术继续领先的正循环，因此龙头公司可以完成一家独大——占据60%份额，拿走几乎所有利润。
- ❑ 动力电池赛道成本端80%+为材料成本，且技术迭代频率慢于芯片，因此龙头公司在成本差距与技术优势无法实现台积电相较于二线公司的巨大差距。
- ❑ 但电池赛道的特点在于电池制造作为系统性工程，龙头公司在技术研发端会承接大量材料研发，在技术不断迭代的背景下，龙头公司可以凭借领先的技术+代工模式+布局上游资源实现供应链管理，从而与二线拉开成本差距与不断提升份额，因此预计远期动力电池龙头公司占据40%份额，10-15%净利率。
- ❑ 综合来看动力电池赛道也能孕育出千亿级利润体量的龙头公司，我们认为宁德时代像台积电一样，是可以看到“终局”的成长型公司。

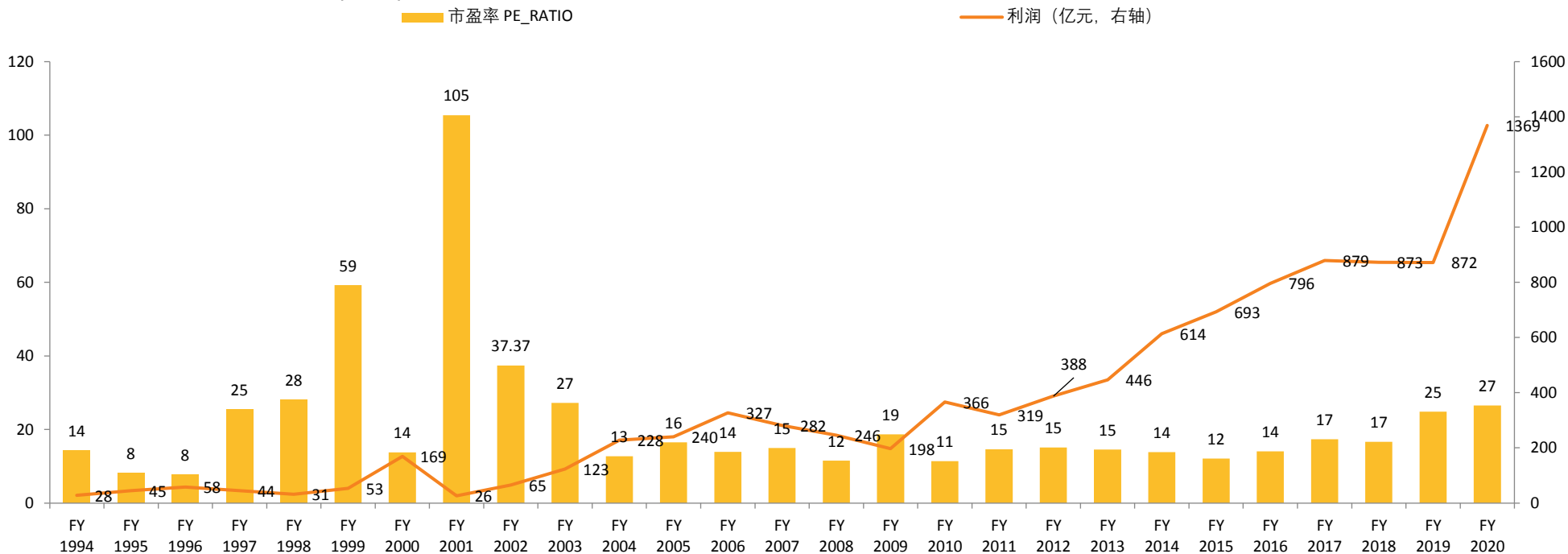
表：芯片代工与动力电池赛道对比

芯片代工	龙头	二线	三线
市场空间		4000-5000亿市场	
份额	60%份额	5-10%份额	不到5%
净利率	30%以上净利率	0-5%净利率	不到5%
净利润	千亿级利润	微利	微利
动力电池	龙头	二线	三线
市场空间		2万亿市场（不包括储能）	
份额	40%份额	10-20%份额	不到5%
净利率	10-15%净利率	5-10%净利率	不到5%
净利润	千亿级利润	百亿级利润	微利

## 2000年互联网泡沫是否再现？台积电的重资产是双刃剑

- 2000年互联网行业大繁荣，PC、移动手机、通信网络市场快速增长，下游繁荣拉大中游芯片代工业绩大增，台积电业绩也从1999年的53亿元增加至169亿元，但随着2001年泡沫破裂，下游大量互联网公司破产，行业增速出现下滑，台积电利润降至26亿元，同比下降84%，股价也下跌60%以上。
- 芯片代工的重资产一方面提升了行业壁垒，但也带来盈利波动大的问题，在行业下行周期，业绩容易出现大幅下降，因此2000年互联网泡沫引发台积电股价下跌本质上是消化EPS下滑。
- 随着台积电股价回调，公司市值随后开启了20年接近20倍的增长。

图：台积电历史利润与市盈率（亿元）





## 宁德时代投资节奏：当前下游估值大繁荣加速中游繁荣，但也存在下游估值泡沫破裂导致中游失速风险

- 本轮电动车兴起已逐步从过去的政策驱动改为供给驱动，而互联网巨头的进入也将进一步加速供给端的繁荣，在当前市场预期商业模式与竞争格局重塑的背景下，不断推高下游整车厂估值。
- 下游估值繁荣对于全面推动电动化有着重要作用，因为整车制造投资大、回报周期长，估值繁荣有利于下游融资扩产，从而拉动中游加速扩张，目前市场正处于这一阶段，行业景气度将不断向上。
- 但估值过渡到全面扩张存在一定隐患，并非所有公司都有望成为“Tesla”，因此一些公司存在估值回归的可能性，估值回归有可能引发下游投资热情下降，从而导致中游业绩阶段性失速。
- 市场担心估值过渡到全面扩张存在一定隐患，客观上确实并非所有公司都有望成为“Tesla”，因此一些公司存在估值回归的可能性，估值回归有可能引发下游投资热情下降，从而导致中游业绩阶段性失速，但动力电池行业已经经历过下行周期，市场对于公司的现有竞争力也有共识，而对于远期竞争力逐步强化，我们认为市场的预期仍不足。
- 如果行业再次阶段性向下，由于动力电池资产没有芯片代工那么重，因此业绩也不会像台积电那样大幅下降，但由于长期看动力电池行业基本面不断向上，宁德时代也有类似台积电拥有强者恒强的竞争优势，是可以看到“终局”的公司，继续保持“重点推荐”。

## 风险提示

- 电动车销量不及预期：电动车销量如果不及预期，公司出货量将受到影响
- 国内电池下降过快：电池下降过快将导致公司盈利下滑
- 海外产能建设不及预期：未来两年海外市场将成为主要的增长源，因此产能建设不及预期将导致出货不及预期
- 下游车企估值回归导致中游增速失速：下游整车厂估值回落将导致下游扩产受损从而影响中游需求。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS