

2020 年报点评：弹药充足，腾飞在即 买入（维持）

2021 年 04 月 29 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	50,319	105,518	149,517	206,490
同比（%）	9.9	109.7	41.7	38.1
归母净利润（百万元）	5,583	10,482	15,467	23,103
同比（%）	22.4	87.7	47.5	49.4
每股收益（元/股）	2.40	4.50	6.64	9.92
P/E（倍）	145.44	77.47	52.50	35.15

投资要点

■ 20 年归母净利润 55.83 亿元，同比+22.43%，超市场预期。2020 年公司营收 503.19 亿元，同比增长 9.90%；归母净利润 55.83 亿元，同比增长 22.43%，好于市场预期；扣非归母净利润 42.65 亿元，同比增长 8.93%；2020 年毛利率为 27.76%，同比下降 1.3pct；2020 年净利率为 12.13%，同比上升 1.18pct。

■ 分业务看，20 年储能、其他业务大幅提升，动力及锂电材料相对平稳。20 年公司动力电池系统业务实现营收 394.3 亿元，同比增 2.2%，占比 78.4%，同比降低 6pct；锂电材料业务实现营收 34.3 亿元，同比下降 20.4%，占比 6.8%，同比下降 2.6pct；储能业务实现营收 19.4 亿元，同比 219%，占比 3.9%，同比增加 2.5pct；其他业务实现营收 55.21 亿元，同比 141%，占比 11%，同比提升 6pct。

■ 20 年公司电池业务逆势维持稳定，体现龙头超强竞争力。公司动力电池业务 20 年实现营收 394.25 亿元，同比增长 2.18%，其中 1H 收入 135 亿元，2H 收入 259.5 亿元，环比增 92.5%，同比增 20%。从盈利水平看，20 年电池毛利率 27.76%，同比下滑 1.94 个 pct，其中 2H 毛利率 26.61%，环比基本持平。

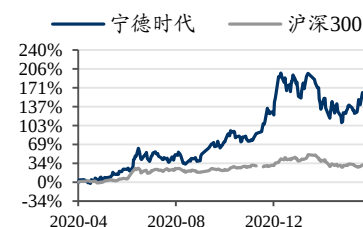
■ 公司财务处理稳健，质保金、减值损失计提严谨，递延收益大幅增加。公司期末销售返利余额 28.7 亿元，新增 3.74 亿元，同比下降 78%；质保金余额 39.3 亿元，新增 11.3 亿元，持平，基本按照收入 3%计提，会计处理稳健。期末，公司递延所得税资产 31.7 亿元，较年初 52%，较 Q3 末增加 25%。公司 2020 年计提资产减值损失 8.27 亿元，主要为存货跌价准备；计提信用减值损失 3.42 亿元，合计 11.7 亿元，同比减 30%。20 年新增递延收益 35.3 亿元，期末余额达 39.2 亿元，同比大幅增加。

■ 积极布局下游、开展产业链投资，整合优质资源。公司积极开展储能及运营等市场合作、围绕主业进行产业链投资。20 年公司和国网在新疆、福建成立储能相关合资子公司，同时和蔚来合资发力换电运营业务，与蚂蚁金服合资进军消费金融领域。21 年 4 月通过议案，公司拟出资 190 亿元，对产业链上市公司进行投资，主要为进一步整合产业链上优势资源，推动公司全球化战略布局，保障关键资源供应，并加强供应链管理。

■ 盈利预测与投资评级：我们基本维持此前盈利预测，将公司 21-22 年归母净利润从 97.1/136.8 亿元调整至 104.8/154.7 亿元，预计 23 年归母净利润为 231 亿元，同比分别 88%/48%/49%；对应现价 PE 分别 77/53/35 倍。公司产能扩张加速，全球动力电池龙头地位稳固，未来高增长确定性较高，且利润确认相对保守，我们给予一定的估值溢价，给予 21 年 100 倍 PE，对应目标价 450 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：销量低于预期，政策低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	367.03
一年最低/最高价	134.86/424.99
市净率(倍)	13.32
流通 A 股市值(百万元)	498059.02

基础数据

每股净资产(元)	27.56
资产负债率(%)	55.82
总股本(百万股)	2329.47
流通 A 股(百万股)	1357.00

相关研究

1、《宁德时代 (300750)：产能扩张再加码，拥抱 Twh 时代》2021-02-03

2、《宁德时代 (300750)：全球电动车需求爆发，龙头扩产再提速》2020-12-30

3、《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

内容目录

1. 20 年归母净利 55.8 亿元，同比增长 22.43%，Q4 盈利能力持续向上，业绩略超预期	3
2. 分业务：动力电池逆势维持稳定，储能放量实现高增长	4
3. 卓越的现金流及大额递延收益；计提依然较谨慎，报表质量一如既往亮眼	13
4. 海外对比：综合竞争力全球领先，长期成长空间确定性较高	17
5. 风险提示	21

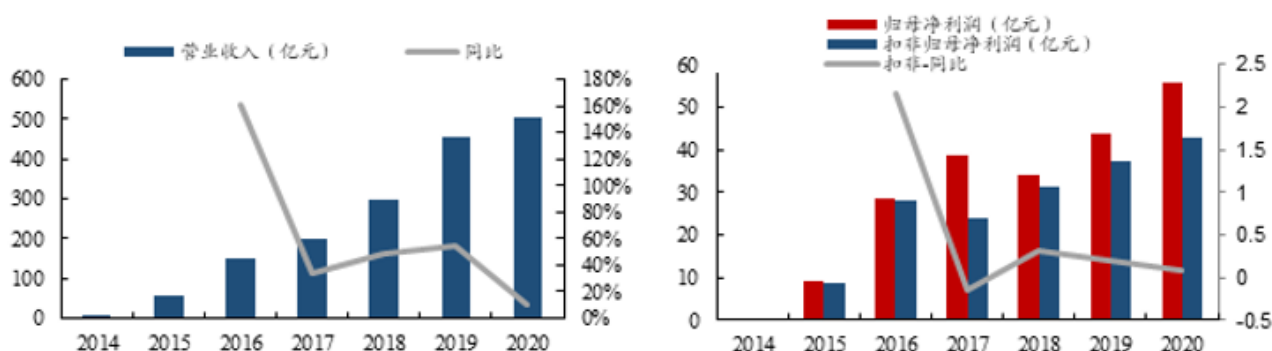
图表目录

图 1：公司营业收入及归母净利润（亿元）	3
图 2：宁德时代分季度业绩情况	4
图 3：宁德时代单季度毛利率及净利率情况	4
图 4：宁德时代分业务经营情况	5
图 5：宁德时代历年动力电池收入（亿元）及出货量（gwh）	5
图 6：宁德时代电池库存情况	6
图 7：全球电池装机情况（SNE 口径测算，GWh）	6
图 8：全球电池装机情况（SNE 口径测算，GWh）	6
图 9：宁德时代季度装机电量（GWh）	7
图 10：宁德时代国内市占率（装机口径）	7
图 11：宁德时代客户结构	8
图 12：2020 全年国内车企及电池企业配套关系（装机口径）	9
图 13：动力电池业务拆分	10
图 14：宁德时代季度装机 Pack 供应情况（GWh，不含时代上汽）	10
图 15：动力电池季度拆分	10
图 16：宁德时代产能测算（单位：gwh）	12
图 17：宁德时代子公司经营情况	13
图 18：宁德时代 2020 年费用率	13
图 19：宁德时代费用率明细	14
图 20：宁德时代销售费用率明细	14
图 21：宁德时代 20 年分季度费用率	15
图 22：宁德时代 2020 年预计负债及递延收益（单位：亿元）	15
图 23：宁德时代重要财务指标变化（亿元）	16
图 24：宁德时代其他应收款明细	16
图 25：宁德时代在建工程情况（亿元）	17
图 26：宁德时代存货明细	17
图 27：宁德时代与海外企业盈利能力对比	18
图 28：宁德时代与 LG 化学研发费用对比	18
图 29：宁德联营企业	20

1. 20 年归母净利 55.8 亿元，同比增长 22.43%，Q4 盈利能力持续向上，业绩略超预期

20 年归母净利润 55.83 亿元，同比+22.43%，超市场预期。2020 年公司营收 503.19 亿元，同比增长 9.90%；归母净利润 55.83 亿元，同比增长 22.43%，好于市场预期；扣非归母净利润 42.65 亿元，同比增长 8.93%；2020 年毛利率为 27.76%，同比下降 1.3pct；2020 年净利率为 12.13%，同比上升 1.18pct。

图 1：公司营业收入及归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

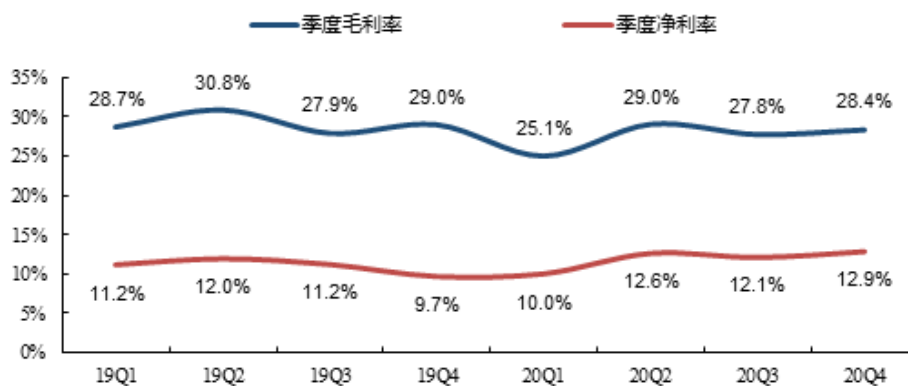
20Q4 满产满销，业绩环比大幅提升，加回运费影响后毛利率超预期。20Q4 公司实现营收 187.97 亿元，同比增加 45.35%，环比增长 48.09%；归母净利润 22.26 亿元，同比增长 103.14%，环比增长 56.84%，扣非归母净利润 16.97 亿元，同比增长 78.53%，环比增长 42.54%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 28.36%，同比下降 0.64pct，环比增长 0.58pct，受会计准则影响，我们预计运费影响毛利润 3-4 亿元（较 19 年微增），若加回，则 Q4 毛利率达 30%左右，超预期；净利率 11.84%，同比增长 3.37pct，环比增长 0.66pct；Q4 扣非净利率 9.03%，同比提升 1.68pct，环比下降 0.35pct。

图 2：宁德时代分季度业绩情况

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	18,797.0	12,693.0	9,798.7	9,030.8
-同比	45.35%	0.80%	-4.70%	-9.53%
毛利率	28.36%	27.78%	29.05%	25.09%
归母净利润(百万)	2226.5	1419.6	1195.2	742.0
-同比	103.14%	4.24%	13.27%	-29.14%
归母净利率	11.84%	11.18%	12.20%	8.22%
扣非归母净利润(百万)	1,697.28	1,190.78	948.44	428.20
-同比	78.53%	3.91%	5.05%	-53.24%
扣非归母净利率	9.03%	9.38%	9.68%	4.74%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：宁德时代单季度毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 分业务：动力电池逆势维持稳定，储能放量实现高增长

分业务看，20 年储能、其他业务大幅提升，动力及锂电材料相对平稳。20 年公司动力电池系统业务实现营收 394.3 亿元，同比增 2.2%，占比 78.4%，同比降低 6pct；锂电材料业务实现营收 34.3 亿元，同比下降 20.4%，占比 6.8%，同比下降 2.6pct；储能业务实现营收 19.4 亿元，同比 219%，占比 3.9%，同比增加 2.5pct；其他业务实现营收 55.21 亿元，同比 141%，占比 11%，同比提升 6pct。

图 4：宁德时代分业务经营情况

	2020年				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
动力电池	394.25	2.18%	26.56%	-1.94pct	259.47	26.61%	134.78	26.50%
储能系统	19.43	218.52%			13.76		5.67	
锂电材料	34.29	-20.35%			21.94		12.35	
其他业务	55.21	141.20%			19.72		35.49	
分地区								
中国	424.12	-3.14%	26.84%	-2.36pct	258.22	26.83%	165.9	26.87%
海外	79.08	295.40%	32.69%	6.79pct	56.69	34.07%	22.39	29.20%

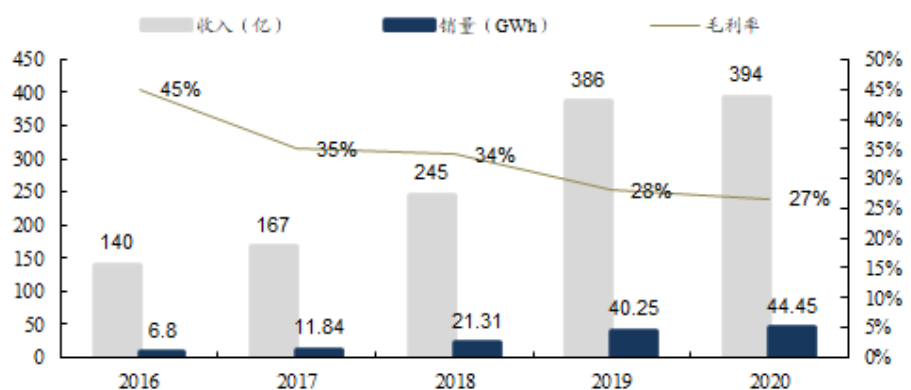
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1. 动力电池业务：连续四年稳居全球第一，海外放量强化优势

20 年公司电池业务逆势维持稳定，体现龙头超强竞争力。公司动力电池业务 20 年实现营收 394.25 亿元，同比增长 2.18%，其中 1H 收入 135 亿元，2H 收入 259.5 亿元，环比增 92.5%，同比增 20%。从盈利水平看，20 年电池毛利率 26.56%，同比下滑 1.94 个 pct，其中 2H 毛利率 26.61%，环比基本持平。

1) 20 年动力电池出货量 44gwh，同比增 10%%，符合市场预期：公司 20 年电池系统产能 69.1gwh，产量 51.71gwh，同比增 9.42%，产能利用率高达 75%；销量 46.84gwh，同比增 14.36%，其中动力电池销 44.45gwh 左右，同比增 10%，我们预计 Q1-4 确认分部确认 7.6/7.6/11.8/17.5gwh。我们拆分公司出货量主要由几方面构成：一是 20 年公司国内市场装机电量 31.5gwh；二是海外市场收入 79 亿元，预计以动力电池为主，贡献 7-8gwh 销量；三是下游车企提前备货及 19 年发出商品确认等，预计贡献 4-5gwh。

图 5：宁德时代历年动力电池收入（亿元）及出货量（gwh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

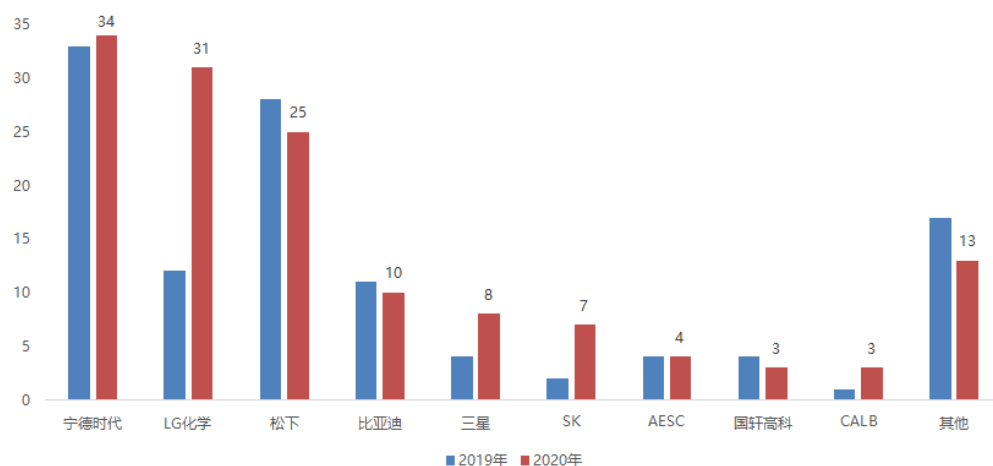
图 6：宁德时代电池库存情况

行业分类	项目	单位	2020年	2019年	2018年	同比增减
电池系统	销售量	GWh	46.84	40.96	21.31	14.36%
	生产量	GWh	51.71	47.26	26.02	9.42%
	库存量	GWh	14.17	10.53	5.55	34.57%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

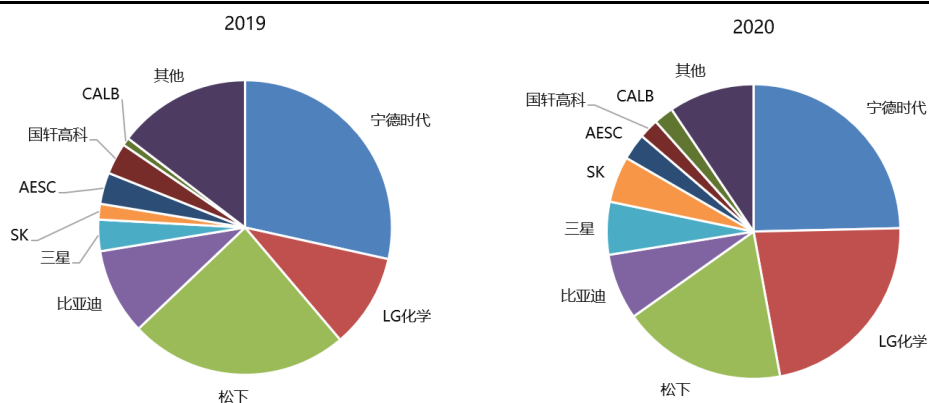
全球范围内，公司连续 4 年装机量全球第一。据 EV Sales Blog 数据统计 2020 年全球电动车销量超 300 万辆，对应装机电量需求超 135gwh，同比增 23%。根据 SNE 口径，宁德时代 2020 年全球装机量为 34gwh，同比小幅增长 3%，在国内市场增速放缓的情况下，仍领先 LG (31gwh)、松下 (25gwh)，在全球份额 25%。我们认为公司在国内市场份额可长期维持 50%左右。海外市场方面，公司 21 年开始份额将快速提升，我们预计其在全球范围内份额将逐步提升至 30%，全球龙一地位稳固。

图 7：全球电池装机情况（SNE 口径测算，GWh）



数据来源：SNE，东吴证券研究所

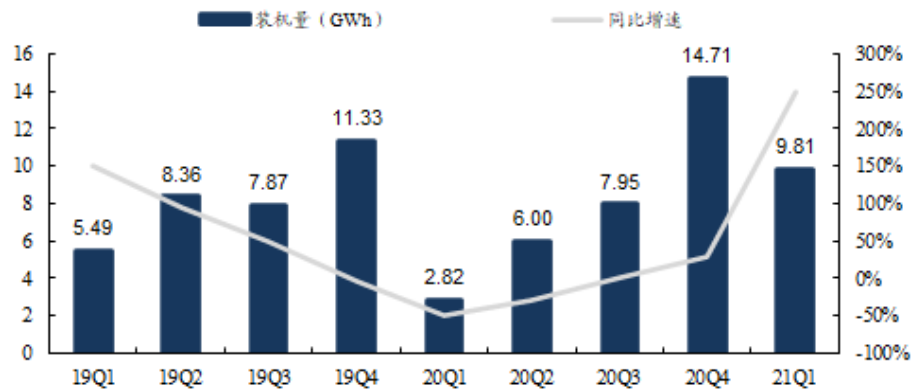
图 8：全球电池装机情况（SNE 口径测算，GWh）



数据来源：SNE，东吴证券研究所

20 年公司装机量国内市占率仍维持 50%，铁锂份额进一步提升。据公司年报，国内市场 2020 年新能源车销量 136.7 万辆，同比增长 10.9%，电动化率从 2019 年 4.7% 提升至 5.4%，总装机电量 62.85gwh，与 19 年基本持平。公司 20 年国内装机电量 31.48gwh（含时代上汽），同比降 5%，市占率 50%，略降 2%。分产品来看，20 年宁德的铁锂装机 13.6gwh，同比增长 19%，市占率达到 61%，较 19 年提升 3pct，主要得益于特斯拉 M3 下半年开始放量；三元电池 20 年装机 17gwh，同比下降 13%，市占率 45%，较 19 年下降 7pct，主要受 LG 配套特斯拉进入国内市场的影响。分季度看，20 年 Q1-Q4 公司季度装机电量分别为 2.8/6/8/14.7gwh，逐季提升。21Q1 宁德装机量为 9.81gwh，同比大幅 248%。

图 9：宁德时代季度装机电量（GWh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 10：宁德时代国内市占率（装机口径）

磷酸铁锂 2020年装机电量 (gwh) 市占率				磷酸铁锂 2019年装机电量 (gwh) 市占率			
宁德时代	13.59	60.66%		宁德时代	11.43	57.20%	
比亚迪	3.67	16.38%		比亚迪	2.8	14%	
国轩高科	2.81	12.54%		亿纬锂能	1.77	8.90%	
瑞浦能源	0.43	1.92%		国轩高科	2.85	14.30%	
亿纬锂能	0.64	2.85%		力神	0.3	1.50%	
合计	21.14	94.35%		合计	19.15	95.80%	

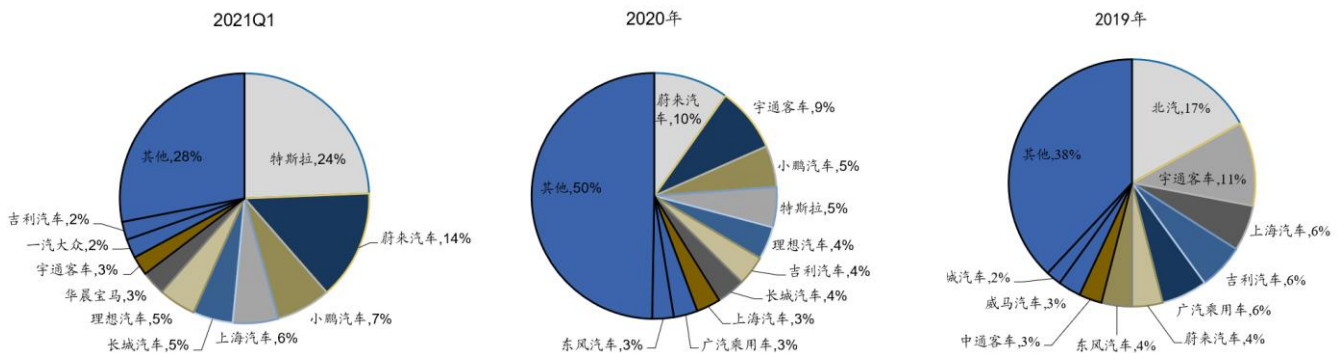
三元 2020年装机电量 (gwh) 市占率				三元 2019年装机电量 (gwh) 市占率			
宁德时代	15.72	40.45%		宁德时代	19.34	50.20%	
宁德时代 (含时代上汽, 江苏时代)	17.32	44.57%		比亚迪	0.8	2.10%	
LG化学	6.55	16.84%		力神	1.5	3.90%	
中航锂电	3.66	9.43%		孚能科技	1.21	3.20%	
比亚迪	5.3	13.64%		中航锂电	1.2	3.10%	
孚能科技	0.87	2.24%		时代上汽	0.74	1.90%	
合计	32.1	82.60%		合计	24.05	62.50%	

合计 2020年装机电量 (gwh) 市占率				合计 2019年装机电量 (gwh) 市占率			
宁德时代	29.88	47.54%		宁德时代	32.31	51.80%	
宁德时代 (含时代上汽, 江苏时代)	31.48	50.09%		比亚迪	10.78	17.30%	
比亚迪	9.01	14.33%		国轩高科	3.22	5.20%	
LG化学	6.55	10.41%		力神	1.95	3.10%	
中航锂电	3.82	6.08%		亿纬锂能	1.84	2.90%	
国轩高科	3.24	5.15%		合计	50.09	80.30%	
合计	52.49	83.51%			62.38		

数据来源：GGII，东吴证券研究所

TOC 端市场高速发展开启，特斯拉、造车新势力放量为宁德贡献增量。20 年宁德的客户结构优化，新势力、特斯拉等 toc 端市场占比提升。从国内装机角度看，2020 年宁德的第一大客户为蔚来汽车，配套 3.10GWh，占比 10%；第二大客户为宇通客车，配套 2.69GWh，占比 8.53%；第三大客户为小鹏汽车，配套 1.77gwh，占比 5.44%；其次为特斯拉、理想、吉利、长城等。其中，20 年 Q4 宁德正式配套特斯拉标续版本，仅一个季度特斯拉占宁德装机比重达到 5%，21 年 Q1 已提升至 24%。TOC 端市场高速发展，强化宁德时代品牌优势。

图 11：宁德时代客户结构



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 12：2020 全年国内车企及电池企业配套关系（装机口径）

	乘用车	宁德时代	比亚迪	LG化学	中航锂电	国轩高科	孚能科技	天津建威	塔菲尔	瑞浦能源	力神	蜂巢能源	松下	亿纬锂能	鹏辉能源	万向	欣旺达	其他
特斯拉	特斯拉	19.84%		77.02%									3.14%					
自主	比亚迪		100.00%															
	广汽乘用车	26.26%			61.53%		12.21%									0.00%		
	长安汽车	8.64%	4.72%		74.34%	7.98%		0.01%			0.01%					1.99%		2.32%
	北汽新能源	68.02%				28.32%	3.66%											
	长城汽车	68.29%					1.16%	2.77%	0.18%			27.60%						
	奇瑞汽车	10.96%				37.87%		22.64%								1.69%		26.84%
	上海汽车	87.47%		0.00%												7.74%		4.79%
	吉利汽车	87.39%			5.15%						0.44%						4.36%	2.65%
	东风汽车	92.68%								0.37%	1.99%				0.04%			4.93%
	江淮汽车					57.49%					42.01%							0.50%
	中国一汽	57.76%					21.19%		0.04%									21.02%
	上汽通用五菱	21.11%			0.00%	33.39%				14.65%	3.12%				6.23%			21.50%
新势力	其他	57.37%	1.41%	1.86%	2.34%	10.08%	6.29%	2.12%	4.38%	3.24%	1.45%			0.24%	0.39%	0.21%	0.92%	7.70%
	蔚来汽车	100.00%																
	威马汽车	56.10%							24.37%	3.84%	0.01%							15.68%
	理想汽车	100.00%																
	小鹏汽车	83.19%												16.54%				0.27%
	合众新能源	61.45%				6.72%		20.43%						6.97%				4.43%
合资	其他	81.17%				0.85%		1.56%	3.96%	0.62%				4.51%			0.45%	6.88%
	一汽大众	100.00%		0.00%														
	华晨宝马	100.00%																
	广汽丰田	56.24%			26.63%								17.14%					
	上汽大众	100.00%																
	北京现代	100.00%																
客车	上汽通用	80.46%		19.54%														
	北京奔驰	99.97%																0.03%
	其他	42.65%	0.01%		1.85%				0.76%		30.77%		20.73%			1.03%		2.20%
	宇通客车	73.08%	13.23%		0.30%	4.13%				0.38%	1.06%			3.34%	0.00%	0.58%		3.90%
	宇通客车	94.64%				1.89%					1.37%			0.19%				1.91%
	比亚迪		100.00%															
	申沃客车	95.78%				3.21%												1.01%
	中通客车	91.87%				6.62%					0.44%							1.08%
	金龙集团	77.55%			1.59%	0.04%								15.57%				4.32%
	厦门金旅	98.55%			1.25%					0.93%								0.21%
	安凯汽车	57.85%				42.14%												0.01%
	中车时代	94.28%									3.73%							2.00%
专用车	其他	71.54%	4.30%		0.24%	2.22%					2.04%			5.20%		2.41%		12.05%
	专用车	47.47%	5.12%		0.16%	11.88%	0.03%		0.17%	0.01%	9.21%	0.42%		4.55%	7.70%	0.04%		13.24%
	瑞驰汽车	85.15%				7.88%												6.97%
	东风汽车	65.79%			5.48%				0.35%		0.16%			25.92%	0.10%			2.20%
	华晨鑫源	85.81%									13.60%							0.59%
	奇瑞汽车	0.95%				93.89%									2.12%			3.04%
所有车型总计	其他	47.47%	5.12%		0.16%	11.88%	0.03%		0.17%	0.01%	9.21%	0.42%		4.55%	7.70%	0.04%		13.24%
		50.09%	14.33%	10.41%	6.08%	5.15%	1.39%	0.91%	0.86%	0.92%	1.43%	0.78%	0.74%	1.63%	0.65%	0.36%	0.16%	4.11%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

疫情影响下，动力电池仍维持较好盈利水平，出口毛利率尤为亮眼。我们测算 20 年公司动力电池均价 1 元/wh（含税），同比下降 7%，下降幅度符合市场年降预期。20 年动力电池毛利率 26.56%，同比下降 2pct，主要受疫情影响，产能利用率下降。而出口盈利水平亮眼，20 年公司境外收入 79 亿元，同比大增 295%，我们预计对应电池出货量 7-8gwh，规模效应开始体现，且海外市场价格较好，公司 20 年毛利率提升至 32.7%，同比提升 7pct。21 年公司海外出货量有望翻番以上，可提升公司盈利水平。

图 13：动力电池业务拆分

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
动力电池系统					
销量 (gwh)	6.80	11.84	21.31	40.25	44.45
-增长	208%	74%	80%	89%	10%
装机电量 (gwh)	6.18	10.49	22.32	31.50	31.50
-增长				41%	0%
均价 (含税, 元/wh)	2.40	1.65	1.35	1.08	1.00
-降价幅度	-9%	-32%	-18%	-20%	-7%
CATL铁锂PACK	出货量		9.00	12.50	14.45
	价格 (含税, 元/wh)		1.30	1.07	1.04
	成本 (不含税, 元/wh)		0.75	0.67	0.67
	毛利率%		33%	29%	27%
CATL三元PACK	出货量		3.00	6.75	8.00
	比例		14%	17%	18%
	价格 (含税, 元/wh)		1.60	1.25	1.12
	成本 (不含税, 元/wh)		0.90	0.80	0.73
	毛利率%		35%	28%	27%
CATL三元电池模组	出货量		9.31	21.00	22.00
	价格 (含税, 元/wh)		1.31	1.04	0.94
	成本 (不含税, 元/wh)		0.72	0.66	0.61
	毛利率%		36%	28%	27%
均成本 (不含税, 元/wh)	1.13	0.91	0.76	0.69	0.65
-成本下降幅度	-14%	-20%	-17%	-10%	-5%
毛利率	44.84%	35.35%	34.10%	28.45%	26.56%
毛利 (万)	6,267	5,888	8,361	10,976	10,471

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：宁德时代季度装机 Pack 供应情况 (GWh, 不含时代上汽)

		2019年		2019H1		2019H2		2020Q1-3		2020Q1		2020Q2		2020Q3	
		装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%
合计	三元	20.52	64%	10.20	75%	10.32	56%	10.13	62%	2.03	72%	3.48	61%	4.62	59%
	铁锂	11.42	36%	3.44	25%	7.98	44%	6.22	38%	0.78	28%	2.22	39%	3.22	41%
	总计	31.94	100%	13.64	100%	18.30	100%	16.35	100%	2.81	100%	5.7	100%	7.84	100%
Pack+电芯	三元	5.51	17%	2.54	19%	2.97	16%	2.89	33%	0.78	28%	0.97	32%	1.14	28%
	铁锂	10.86	34%	3.31	24%	7.55	41%	5.74	67%	0.75	27%	2.09	68%	2.9	72%
	总计	16.36	51%	5.85	43%	10.52	57%	8.63	100%	1.53	54%	3.06	100%	4.04	100%
仅电芯	三元	15.01	47%	7.66	56%	7.35	40%	7.24	94%	1.25	44%	2.51	95%	3.48	92%
	铁锂	0.56	2%	0.13	1%	0.43	2%	0.48	6%	0.03	1%	0.13	5%	0.32	8%
	总计	15.58	49%	7.79	57%	7.78	43%	7.72	100%	1.28	46%	2.64	100%	3.80	100%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 15：动力电池季度拆分

	2019/03/31	2019/06/30	2019/09/30	2019/12/31	2020/03/31	2020/06/30	2020/09/30	2020/12/31
1.动力电池系统								
收入 (百万)	8,358	8,534	10,982	10,710	6,897	6,581	9,865	16,083
-增长	7%	99%	36%	28%	-17%	-23%	-10%	50%
产能 (gwh)	10.00	12.00	14.00	14.00	12.00	12.00	12.00	12.00
产量 (gwh)	13.25	12.02	11.22	10.30	6.00	9.00	16.00	20.00
销量 (gwh)	8.15	8.51	11.69	11.90	7.63	7.59	11.80	17.43
-增长	270%	113%	49%	47%	-6%	-11%	1%	46%
-磷酸铁锂PACK	2.50	2.50	4.00	3.50	2.50	3.00	4.00	6.50
-三元PACK	1.45	1.51	2.00	1.50	1.30	1.40	2.20	3.50
-三元模组 (电芯)	4.20	4.50	5.69	6.90	3.83	3.19	5.60	9.00
装机电量	5.49	8.40	7.90	11.33	2.90	5.90	7.95	14.00
-增长	149%	94%	49%	-3%	-47%	-30%	1%	24%
均价 (不含税, 元/wh)	1.03	1.00	0.94	0.90	0.90	0.87	0.84	0.82
均价 (含税, 元/wh)	1.20	1.13	1.06	1.02	1.02	0.98	0.94	0.92
-降价幅度	-22%	-10%	-12%	-16%	-15%	-14%	-17%	-13%
-磷酸铁锂PACK价格 (含税, 元/wh)	1.19	1.10	1.08	1.06	1.05	1.00	0.97	0.97
-三元PACK价格 (含税, 元/wh)	1.46	1.38	1.25	1.21	1.20	1.13	1.09	1.09
-三元模组 (电芯) 价格 (含税, 元/wh)	1.12	1.06	0.98	0.95	0.94	0.89	0.87	0.87
均成本 (不含税, 元/wh)	0.74	0.71	0.68	0.64	0.68	0.62	0.61	0.60
-成本下降幅度	5.0%	-4.0%	-3.6%	-5.9%	5.8%	-11.8%	-9.8%	-6.6%
-磷酸铁锂PACK成本 (不含税, 元/wh)	0.73	0.67	0.68	0.65	0.68	0.62	0.62	0.61
-三元PACK成本 (不含税, 元/wh)	0.90	0.84	0.78	0.74	0.78	0.70	0.69	0.69
-三元模组 (电芯) (不含税, 元/wh)	0.69	0.65	0.61	0.58	0.61	0.55	0.55	0.55
毛利率	28.25%	29.50%	27.50%	28.76%	25.00%	28.08%	26.50%	26.65%
毛利 (百万)	2,361	2,518	3,020	3,080	1,724	1,848	2,614	4,286

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

拥抱 Twh 时代，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 16: 宁德时代产能测算 (单位: 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

2. 其他业务: 储能及其他业务放量, 锂电材料阶段性回落后即将恢复

受产能利用率降低及原材料降价影响, 锂电材料业务 20 年下滑, 21 年降恢复。20 年锂电材料业务营收 34.29 亿元, 同比下降 20.35%, 其中 2H 收入 21.94 亿元, 环比增加 77.7%。其中, 子公司湖南邦普 20 年实现营收 45.39 亿元, 同比下降 11.95%, 净利润 4.05 亿元, 同比降低 36.62%。根据物理化学协会统计, 邦普 20 年三元前驱体出货量 4.5 万吨, 同比增 24%, 市场份额 15%, 仅次于中伟。我们预计受 20 年钴等价格下降影响, 前驱体单价有所下降, 同时由于 1H20 产能利用率偏低, 邦普盈利水平受影响。而 21 年下游需求旺盛, 目前邦普产能 10 万吨, 21 年 Q1 受老厂爆炸影响部分产能, 预计 Q2 将恢复, 全年前驱体出货量有望达到 7 万吨, 同比增 55%, 且盈利水平有望恢复。同时公司在福鼎布局 12 万吨前驱体及正极产能, 预计将从 21 年底逐步释放, 支持公司锂电材料业务持续增长。

图 17：宁德时代子公司经营情况

公司名称	2020年						2020H2			2020H1		
	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	净利率	同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率
江苏时代	83.14	70.82%	15.99	191.79%	19.23%	7.97%	62.38	12.72	20.39%	20.76	3.27	15.75%
湖南邦普	45.39	-11.95%	4.05	-36.62%	8.92%	-3.47%	28.52	2.65	9.29%	16.87	1.40	8.30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能业务持续高速增长,毛利率大幅提升。20 年营收 19.43 亿元,同比大增 218.52%,出货量 2.4gwh 左右,均价 0.92 元/wh,我们预计毛利率 35%以上。根据 SNE Research 统计,2020 年全球储能电池出货量为 20GWh,同比增长 82%;根据中关村储能产业协会数据,2020 年中国发电侧储能装机量实现同比增速 438%,根据 Wood Mackenzie、欧洲储能协会数据,美国、欧洲发电侧与电网侧储能合计装机量分别实现同比增速 455%、96%。在储能市场景气度高涨的背景下,公司由提供储能电芯向储能系统转变,我们预计 21 年是储能高速发展的元年,公司将同时受益于海外及国内电网侧储能采购,有望实现高速增长,我们预计 21 年公司储能出货量有望超过 12gwh。

其他业务收入保持高增。该业务包括技术许可等,20 年营收 55.21 亿元,同比大增 141.2%,其中 2H 收入 19.72 亿元,环比下降 44.4%。

3. 卓越的现金流及大额递延收益;计提依然较谨慎,报表质量一如既往亮眼

20 年费用率维持稳定,持续加大研发投入。2020 年公司期间费用合计 68.42 亿元,同比增长 10.35%,费用率为 13.6%,同比增长 0.06pct。其中,20 年销售费用 22.2 亿元,销售费用率 4.4%,同比下降 0.3pct,其中售后综合费用 12.4 亿元,同比增长 5.68%,占锂电池收入比重 3%,保持足额计提;管理费用 17.7 亿元,管理费用率 3.5%,同比下降 0.49pct;财务费用-7.1 亿元,财务费用率-1.4%,同比增 0.3pct,主要系人民币升值带来的汇兑损益增加;研发费用 35.7 亿元,研发费用率 7.1%,同比增长 0.56pct,研发人员 5,592 人,占全体员工 18.16%。

图 18：宁德时代 2020 年费用率

项目	规模 (百万)	规模同比 (%)	费用率	费用率同比
销售费用	2216.71	2.79%	4.41%	-0.30%
管理费用	1768.12	-3.52%	3.51%	-0.49%
财务费用	(712.64)	-8.83%	-1.42%	0.29%
研发费用	3,569.38	19.29%	7.09%	0.56%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 19：宁德时代费用率明细

	2020年		2020H2	2020H1	2019年
	管理费用 (百万)	同比	管理费用 (百万)	管理费用 (百万)	管理费用 (百万)
咨询服务费	31.1	-41.0%	6.0	25.1	52.7
维修改造费	36.8	35.3%	25.2	11.7	27.2
差旅及招待费	43.7	-31.0%	25.8	17.9	63.4
股份支付费用	127.1	-13.9%	62.0	65.1	147.6
后勤及办公费用	165.8	-2.0%	109.6	56.2	169.2
折旧和摊销费	439.8	26.8%	223.3	216.5	346.9
职工薪酬	885.6	-9.7%	488.6	397.0	980.6
其他	38.3	-15.3%	18.0	20.3	45.2
合计	1,768.1	-3.5%	958.5	809.7	1,832.7

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：宁德时代销售费用率明细

	2020年		2020H2	2020H1	2019年
	销售费用 (百万)	同比	销售费用 (百万)	销售费用 (百万)	销售费用 (百万)
股权支付费用	29.4	3.4%	15.1	14.3	28.5
差旅及招待费	77.5	-0.9%	51.0	26.5	78.2
物料消耗费	143.4	125.4%	143.4		63.6
销售佣金	175.9	-27.0%	154.8	21.1	240.9
职工薪酬	321.4	85.8%	221.1	100.4	173.0
售后综合服务费	1,239.5	5.7%	823.6	416.0	1,172.9
运输		-100.0%	-107.5	107.5	301.3
其他	229.6	133.7%	123.1	106.5	98.2
合计	2,216.7	2.8%	1,424.6	792.1	2,156.6

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q4 计提费用严谨，费用率大幅提升。20Q4 期间费用合计 29.6 亿元，同比增长 101.2%，环比增长 113.38%，在运输费用计入成本情况下，费用环比增加 15 亿元+，费用率为 15.73%，同比增长 4.37pct，环比增长 4.81pct；销售费用 9.2 亿元，销售费用率 4.9%，同比下降 0.38pct，环比增长 0.86pct；管理费用 6.1 亿元，管理费用率 3.3%，同比增长 1.69pct，环比增长 0.55pct；财务费用-0.2 亿元，财务费用率-0.1%，同比增长 1.04pct，环比增 2.17pct；研发费用 14.5 亿元，研发费用率 7.7%，同比增长 2.02pct，环比增长 1.24pct。公司 20Q4 计提资产减值损失 0.01 亿元，计提信用减值损失 1.46 亿元，环比下

滑明显。

图 21：宁德时代 20 年分季度费用率

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
销售费用	352.57	439.57	508.93	915.64
-销售费用率	3.90%	4.49%	4.01%	4.87%
管理费用	412.75	396.92	344.58	613.87
-管理费用率	4.57%	4.05%	2.71%	3.27%
研发费用	638.66	659.79	821.71	1,449.22
-研发费用率	7.07%	6.73%	6.47%	7.71%
财务费用	-139.68	-262.23	-289.31	-21.42
-财务费用率	-1.55%	-2.68%	-2.28%	-0.11%
期间费用	1,264.29	1,234.05	1,385.91	2,957.31
-期间费用率	14.00%	12.59%	10.92%	15.73%
资产减值损失	-96.90	-241.44	-479.42	-9.73
信用减值损失	-8.85	-113.17	-74.22	-145.75

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司财务处理稳健，质保金、减值损失计提严谨，递延收益大幅增加。公司期末销售返利余额 28.7 亿元，新增 3.74 亿元，同比下降 78%；质保金余额 39.3 亿元，新增 11.3 亿元，持平，基本按照收入 3%计提，会计处理稳健。期末，公司递延所得税资产 31.7 亿元，较年初 52%，较 Q3 末增加 25%。公司 2020 年计提资产减值损失 8.27 亿元，主要为存货跌价准备；计提信用减值损失 3.42 亿元，合计 11.7 亿元，同比减 30%。20 年新增递延收益 35.3 亿元，期末余额达 39.2 亿元，同比大幅增加，递延收益为与资产相关的政府补助，自相关资产可供使用时起，在该项资产使用寿命内平均分配计入当期营业外收入，随着公司产能落地，我们预计将进一步增厚公司盈利能力。

图 22：宁德时代 2020 年预计负债及递延收益（单位：亿元）

	2017年	2018年	2019年	2020年
质保金余额	10.8	16.8	28.0	39.3
-质保金新增	4.1	6.0	11.1	11.3
售后返利余额	7.1	8.3	24.9	28.7
-售后返利新增	4.5	1.2	16.6	3.7
所得税递延	5.1	12.4	20.8	31.7
所得税	6.5	4.7	7.5	8.8
递延收益	4.2	6.1	8.1	39.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金流大幅提升，优质动力电池供不应求，公司议价能力进一步增强。期末公司应

收账款 112.9 亿元，较年初增长 35.44%，应收账款周转天数 81 天，同比增 23%；公司应付账款及票据 312.71 亿元，较年初增长 11%；合同负债 69 亿元，同比增 27%，上下游占款进一步提高，体现公司超强的议价能力；期末其他应收款同比减少 23%至 37 亿元，主要为应收保证金或押金的减少所致。20 年公司经营活动净现金流为 184.3 亿元，同比上升 37%，销售商品收到现金/收入为 107.32%，保持良好的现金流情况；投资活动净现金流为-150.5 亿元，同比下降 910.88%，主要是公司加大产能建设投资及股权投资。账面现金为 684.2 亿元，较年初增长 112%，短期借款 63.35 亿元，同比增长 198%，长期借款及应付债券 204.5 亿元，同比增 215%。

图 23：宁德时代重要财务指标变化（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 24：宁德时代其他应收款明细

	期末账面余额（百万元）		
	2020	2020H1	2019
应收员工款项	301.14	299.96	70.73
应收保证金或押金	39.05	42.52	35.28
应收并表内关联方	5738.88	4012.73	3135.91
应收其他款项	322.93	586.63	1145.70
合计	6402.01	4941.84	4387.62

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年资本开支 133 亿元，扩产加速，远期产能规划庞大。20 年公司资本开支 133 亿元，同比增 38%，期末固定资产 196 亿元，同比增长 12.66%。20 年在建工程余额达 19 亿元，同比增长 188.02%，主要是为新增产能增加投资。公司产能规划 600-650gwh，

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、广东肇庆基地预计从 22 年开始陆续投产。

图 25：宁德时代在建工程情况（亿元）

	预计规划产能(GWh)	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转固	期末余额
宁德时代湖西锂离子动力电池生产基地	26	98.6	4.63	17.2	19.4	2.46
宁德时代湖西锂离子扩建项目	16	56.2	0.05	20.5	4.75	15.8
江苏时代溧阳园区三期	24	74	2.08	18.7	13.4	7.39
湖南邦普五期	-	26	2.8	5.6	6.8	1.6
时代一汽动力电池项目	15	44	0.2	9.8	9.4	0.6
四川时代动力电池一期	15	49	0.6	5.6	0.6	5.6
欧洲生产研发基地项目	100	144.4	0.3	8.7	1.1	8
合计		492.2	10.66	86.1	55.45	41.45

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年末存货平稳增长，库存商品增长较明显。期末存货为 132.25 亿元，较年初增加 15.19%；其中原材料期末账面价值达 22.46 亿元，同比减 13%；库存商品期末账面价值达 44.42 亿元，同比增长 28%，对应约 7+gwh 电池，主要由于 21Q1 行业需求旺盛，公司提前备货，相当于 1 个月库存，处于合理库存水平；发出商品 36.7 亿元，同比减 9%，预计对应约 6+GWh 电池。2020 年公司电池系统存货 14.17gwh，同比增 35%，预计发出商品 6gwh+，库存商品 7gwh+，为 21 年 Q1 高增长奠定基础。

图 26：宁德时代存货明细

存货明细（百万元）	2020底		2020上半年年末		2019底
	金额	较年初变化	金额	金额	金额
原材料	2571	-16%	1915		3061
在产品	352	81%	231		194
库存商品	5391	39%	4205		3880
周转材料	33	46%	27		22
合同履约成本	582	2036%	/		27
发出商品	3780	-9%	2689		4143
自制半成品	1660	67%	1023		994
委托加工物资	422	77%	349		238
合计	14791	18%	10439		12560

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 海外对比：综合竞争力全球领先，长期成长空间确定性较高

盈利好高于海外电池企业。20 年宁德时代毛利率、净利率分别达到 27.8%/12.1%。

而同期海外仅 LG 化学实现营业利润转正，且在 3% 的较低水平，其他如三星、SK 等仍在大幅亏损。通过供应链管控+上下游超强议价的优势，我们预计宁德时代整体成本较海外低 10-15%，且该成本优势可长期维持。

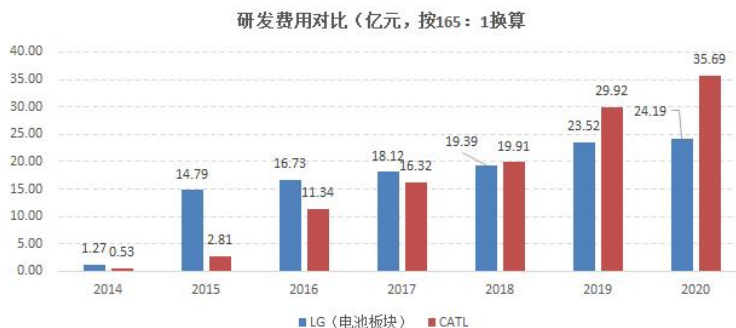
图 27：宁德时代与海外企业盈利能力对比

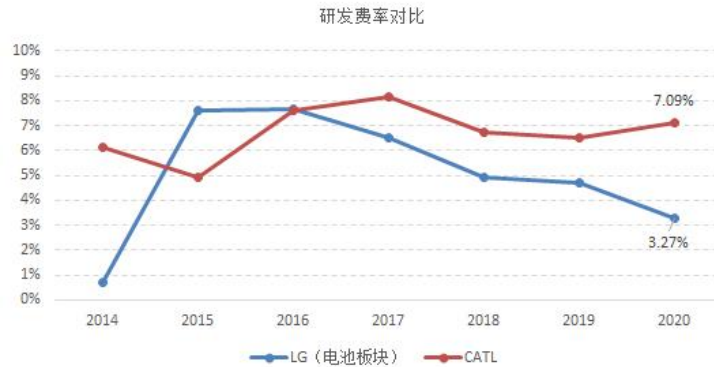


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

研发投入高于海外，CTP 技术形成技术代差优势。20 年宁德时代研发费用 35.7 亿元，研发费用率 7.1%，均领先于 LG 化学的电池板块研发投入。CATL 通过大量研发投入，覆盖基础材料至电池的庞大研发体系，力图掌握将各环节的核心技术，已经在部分技术上形成代差优势。如 CTP 技术的应用，公司 16 年开始开发，目前已经储备多代产品，目前已经和上汽 ir6、北汽 EU5 合作。

图 28：宁德时代与 LG 化学研发费用对比





数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三大战略发展方向、四大创新体系，为全球新能源应用提供一流解决方案。三大战略发展方向包括：坚持“以可再生能源和储能为核心的固定式化石能源替代、以动力电池为核心的移动式化石能源替代、以电动化+智能化为核心的应用场景”。并以此为基础持续推进构建四大创新体系：一是深入材料微观机理，开发高性能材料的材料体系创新；二是通过 CTP、CTC 等方式通过系统优化实现系统能耗降低、效率提高、成本降低的系统结构创新；三是致力于打造灵活、高效、低成本、高质量、自升级的极限制造创新；四是打通从原材料、电池制造、运营服务、材料回收全产业链环节的商业模式创新。

积极布局下游、开展产业链投资，整合优质资源。公司积极开展储能及运营等市场合作、围绕主业进行产业链投资。20 年公司 and 国网在新疆、福建成立储能相关合资子公司，同时和蔚来合资发力换电运营业务，与蚂蚁金服合资进军消费金融领域。同时 21 年 4 月通过议案，公司拟出资 190 亿元，对产业链上市公司进行投资，主要为进一步整合产业链上优势资源，推动公司全球化战略布局，保障关键资源供应，并加强供应链管理。

图 29：宁德联营企业

	进入时点	主营业务	投资额
普莱德	2016年3月	新能源汽车动力电池系统PACK的设计、研发、生产、销售与服务	6750万
Valmet Automotive	2017年1月	汽车整车及相关零部件的设计、制作等	3000万欧元
上汽时代	2017年5月	动力电池系统的开发、生产及销售	1.47亿元
North American Lithium	2018年3月	锂矿	3.5亿
北京新能源汽车技术创新中心	2017年11月	技术开发与技术咨询	3000万
晋江闽投电力储能科技有限公司	2018年6月	储能电池系统，咨询服务	4400万
湖北格林邦普	2017年11月	新能源材料研发，回收三元正极材料并再生产	3200万
宁乡金锂邦普	2018年9月	环保材料研发，污水处理等	1000万
南京卡睿创新	2018年8月	企业管理，商务咨询	1500万
North American Nickel	2018年4月	镍矿	1500万加元
宜宾天宜锂业	2019年11月11日	碳酸锂和氢氧化锂生产	1.05亿
曲靖麟铁	2019年5月12日	磷酸铁锂生产，首期规划年产能1万吨	4000万
宁德智享无限	2019年7月1日	二轮车换电服务商，面向二轮车及三轮车提供更换电池产品服务	3.35亿
福建时代星云科技	2019年1月21日	深耕储能领域，风光储充测一体化智能电站、家庭智能后备电源系统、基站智能后备电源系统	2000万
广汽时代	2018年7月19日	动力电池系统的开发、生产、销售	4900万
美青邦工程服务	2019年8月	工程咨询	3000万
无锡琅村投资中心	2018年12月1日	投资	550万
Pilbara Minerals	2019年9月4日	锂矿	5500万澳元
融和电科融资租赁	2019年9月	融资租赁	1.25亿
国网时代（新疆）	2020年3月	储能项目的投资、建设、运营	1200万
国网时代（福建）	2020年4月	储能项目的投资、建设、运营	1600万
安脉时代	2020年7月	智能制造	1960万
蔚能	2020年8月	电池租用服务BaaS	2亿
时代吉利	2020年9月1日	电池生产、开发、销售	5亿
时代智慧科技	2020年9月21日	电池、充电桩、设备等销售	1亿
宁德文达镁铝	2020年11月1日	有色金属、合成材料	3亿
升华新材	2021年1月11日	正极材料	2000万

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全面领先，全球龙头地位确立，长期成长空间确定性较高。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，过去三年与优质客户达成合作，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%+，成长空间确定性较高。同时储能市场开始蓬勃发展，公司已提前布局技术、产能、渠道等，后续增量明显。

21 年全球电动车销量剧增，公司出货量逐季攀升，全年翻番以上超 100gwh。21 年中、欧、美均为电动车销量大年，国内市场我们预计销量 240-250 万辆，同比增 80%；欧洲市场预计销 200 万辆，同比增 57%；美国市场预计销 60 万辆，同比增 85%，全球合计超 520 万辆，同比大增 70%+，对应动力电池需求超 250gwh。同时新车型密集推出，造车新势力如火如荼，传统车企加速转型，全球电动化势不可挡，我们预计未来 10 年电动车渗透率将加速提升。因此我们预计受益于国内市场及全球化采购，我们预计公司 21 年电池出货量有望达到 110gwh，同比增 125%+，其中国内市场动力出货 75gwh，海外动力市场出货 20gwh，储能及两轮车有望达到 15gwh。由于公司已进入全球主流车企供应链，并多数获得主供地位，未来成长空间确定性较高，我们预计 2025 年公司电池出货量有望达到 400-500gwh，年复合增速 40-50%，开启高速增长。

公司公告 2021 年将继续开展套期保值业务。具体分为商品套期保值和外汇套期保

值。前者系为减少生产经营相关原材料价格大幅波动给公司经营带来的不利影响。后者为规避和防范外汇汇率波动风险。商品套期保值方面，公司拟对未来 5 年所需的镍、铝、铜等金属原材料进行套期保值，所需保证金最高占用额不超过人民币 100 亿元。外汇套期保值方面，公司拟对未来 5 年所需的美元、欧元、日元、加元等外汇开展外汇套期保值业务，所需保证金最高占用额不超过人民币 60 亿元或等值其他外币金额。截至 2020 年 12 月 31 日，公司已开展的套期保值累计使用保证金余额为 20.65 亿元。

投资建议：我们基本维持此前盈利预测，预计公司 21-22 年归母净利润为 97.1/136.8 亿元调整至 104.8/154.7 亿元，预计 23 年归母净利为 231 亿元，同比分别 88%/48%/49%；对应现价 PE 分别 77/53/35 倍。公司产能扩张加速，全球动力电池龙头地位稳固，未来高增长确定性较高，且利润确认相对保守，我们给予一定的估值溢价，给予 21 年 100 倍 PE，对应目标价 450 元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

销量低于预期，政策低于预期。

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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	112,865	164,019	198,502	267,675	营业收入	50,319	105,518	149,517	206,490
现金	68,424	72,373	87,258	117,344	减:营业成本	36,349	77,580	110,140	152,122
应收账款	11,294	19,326	27,384	37,819	营业税金及附加	295	619	877	1,211
存货	13,225	28,090	39,990	55,226	营业费用	2,217	4,432	6,130	8,260
其他流动资产	19,923	44,230	43,869	57,287	管理费用	1,768	7,502	10,173	13,113
非流动资产	43,753	51,516	57,766	61,968	研发费用	3,569	3,050	4,330	5,678
长期股权投资	4,813	4,813	4,813	4,813	财务费用	-713	-456	-1,453	-2,813
固定资产	19,622	26,231	32,157	35,941	资产减值损失	1,169	752	959	1,143
在建工程	5,750	7,448	7,842	8,428	加:投资净收益	-118	20	25	50
无形资产	2,518	2,383	2,345	2,206	其他收益	1,136	1,100	1,000	1,100
其他非流动资产	11,050	10,642	10,609	10,580	资产处置收益	-10	0	0	0
资产总计	156,618	215,535	256,267	329,643	营业利润	6,959	13,089	19,317	28,857
流动负债	54,977	104,748	146,226	199,728	加:营业外净收支	23	7	7	7
短期借款	6,335	1,500	1,500	1,500	利润总额	6,983	13,096	19,324	28,864
应付账款	15,635	33,370	47,374	65,432	减:所得税费用	879	1,703	2,512	3,752
其他流动负债	33,007	69,878	97,352	132,796	少数股东损益	521	912	1,345	2,009
非流动负债	32,447	33,447	20,064	21,064	归属母公司净利润	5,583	10,482	15,467	23,103
长期借款	6,068	7,068	8,068	9,068	EBIT	6,247	12,633	17,864	26,044
其他非流动负债	26,378	26,378	11,996	11,996	EBITDA	11,115	19,898	27,958	39,271
负债合计	87,424	138,194	166,290	220,792	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4,987	5,899	7,244	9,253	每股收益(元)	2.40	4.50	6.64	9.92
归属母公司股东权益	64,207	71,442	82,733	99,598	每股净资产(元)	27.56	30.67	35.52	42.76
负债和股东权益	156,618	215,535	256,267	329,643	发行在外股份(百万股)	2,329	2,329	2,329	2,329
					ROIC(%)	17.8%	27.1%	49.2%	75.6%
					ROE(%)	8.7%	14.7%	18.7%	23.2%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	27.76%	26.5%	26.3%	26.3%
	2020	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	12.1%	10.8%	11.2%	12.2%
经营活动现金流	18,430	27,032	47,459	50,040	资产负债率(%)	55.8%	64.1%	64.9%	67.0%
投资活动现金流	-15,052	-15,108	-16,469	-17,530	收入增长率(%)	9.9%	109.7%	41.7%	38.1%
筹资活动现金流	37,431	-7,975	-16,105	-2,425	净利润增长率(%)	22.4%	87.7%	47.5%	49.4%
现金净增加额	40,809	3,949	14,885	30,086	P/E	145.44	77.47	52.50	35.15
折旧和摊销	4,868	7,265	10,094	13,228	P/B	12.65	11.37	9.82	8.15
资本开支	13,302	15,500	16,494	17,580	EV/EBITDA	76	42	30	22
营运资本变动	5,777	8,027	21,002	13,351					

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>