

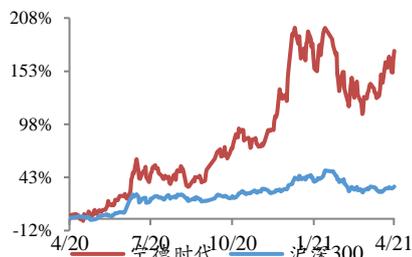
现金流凸显龙头地位，联合 ATL 进军两轮车和家储

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-29

收盘价(元)	379.99
近12个月最高/最低(元)	413.23/135.40
总股本(百万股)	2,329
流通股本(百万股)	1,357
流通股比例(%)	58.25
总市值(亿元)	8,852
流通市值(亿元)	5,156

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@hazq.com

分析师：滕飞

执业证书号：S0010520080006

邮箱：tengfei@hazq.com

相关报告

- 《华安证券新能源-公司研究-宁德时代深度-面向两大万亿赛道，技术与成本造就锂电王者》2021-3-3
- 《华安证券新能源-公司点评-宁德时代龙头地位稳固，经营性现金流强劲》2021-4-28

主要观点：

● 事件

一季报：2021Q1 公司实现营收 191.67 亿元，同比增长 112.24%，环比增长 1.97%；归母净利 19.54 亿元，同比增长 163.38%，环比下降 12.22%；扣非归母净利 16.72 亿元，同比增长 290.50%，环比下降 1.53%。

与 ATL 合作协议：公司 4 月 28 日公告与 ATL 签署两份《合资合同》，拟共同出资设立两家合资公司从事应用于家用储能、电动两轮车等领域的中型电池研发生产售后及服务，其中电芯合资公司中公司持股 70%，电池包合资公司中公司持股 30%；此外，公司与 ATL 签署《交叉技术许可协议》，就各自开发或获得的锂离子电池相关技术进行交叉技术许可，ATL 应每 12 个月向公司支付 1.5 亿美元费用，协议有效期 10 年。

● 现金流凸显龙头地位，毛利率受原材料涨价影响微涨，期间费用率下降

公司 21Q1 经营活动现金流 109.67 亿，同比增长 248.51%，环比增长 34.99%；为净利的 4.68 倍，营收占比为 57.22%。现金流展现了公司超强的盈利和经营性占款能力。21Q1 年毛利率为 27.28%，环比下降 1.08pct；受到了原材料涨价的影响。21Q1 总期间费用率为 12.47%，环比下降 3.26pct，同比下降 1.53pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.61/3.74/-1.04/6.16%，除管理费用率略有上升外其余均有所下降。21Q1 少数股东损益 3.89 亿，同比增长 138.97%，环比增长 99.47%；预计时代上汽等合资公司贡献利润较大。

● 技术许可彰显技术实力，联合消费锂电龙头进军两轮车和家储两大市场

ATL 是全球消费电池龙头，公司起源于 ATL 动力电池部门并于 2011 年成立。作为技术同源的两大龙头，面向两轮车和家储等锂电新兴市场采取了强强联合的策略，而 1.5 亿美元的技术服务费则是凸显了公司在锂电领域的技术实力。2020 年 GGII 统计国内两轮车锂电出货量为 9.7GWh，同比增长 78%，民用新车渗透率 16.2%。随着锂电性价比优势凸显，将加速替代传统铅酸电池领域，我们预计国内两轮车的总市场空间超 100GWh，其中近三成成为新车市场，七成为替换市场。能源革命背景下，全球电化学储能正进入快速成长期，2020 年 SNE 统计全球储能市场约 20GWh，同比增长 82%；2020 年 GGII 统计国内储能电池出货量 16.2GWh，同比增长 70.53%；家庭储能作为储能市场的重要模式也迎来高速发展。强强联合进军两大高成长市场，将在竞争中占据优势地位，进而巩固公司锂电王者地位。

● 投资建议：预计 21/22/23 年公司归母净利为 92.9/150.5/210.5 亿元，对应 P/E 为 95/59/42，维持“买入”评级。

● 风险提示：产品价格下降低于预期，原材料涨价幅度高于预期，行业发展不及预期。

● 重要财务指标

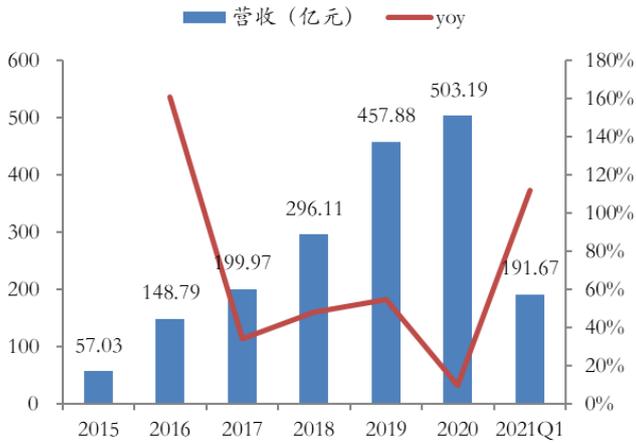
单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	50319	96846	148985	204864
收入同比 (%)	9.9%	92.5%	53.8%	37.5%
归属母公司净利润	5583	9291	15049	21050
净利润同比 (%)	22.4%	66.4%	62.0%	39.9%
毛利率 (%)	27.8%	27.0%	27.4%	27.5%
ROE (%)	8.7%	11.9%	15.1%	16.2%
每股收益 (元)	2.49	3.99	6.46	9.04
P/E	146.49	95.27	58.82	42.05
P/B	12.74	11.38	8.89	6.80
EV/EBITDA	70.76	44.46	29.75	21.73

资料来源：wind，华安证券研究所

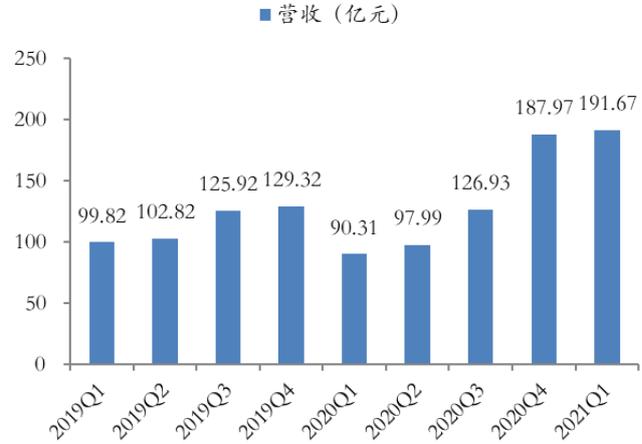
附:

图表 1 公司营收情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度营收情况



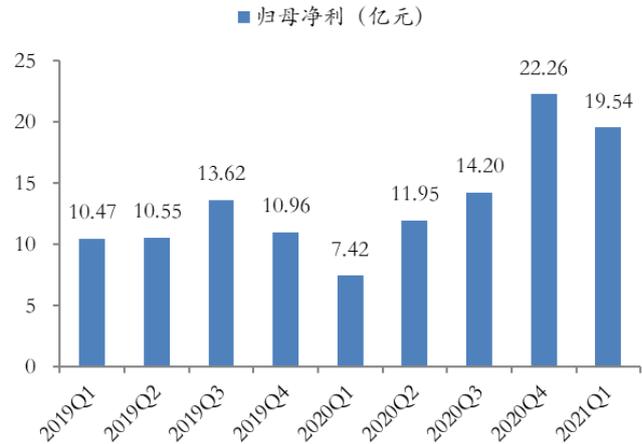
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司归母净利润情况



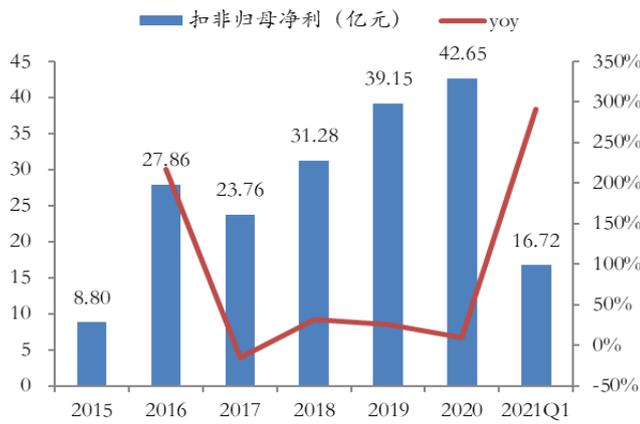
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司分季度归母净利润情况



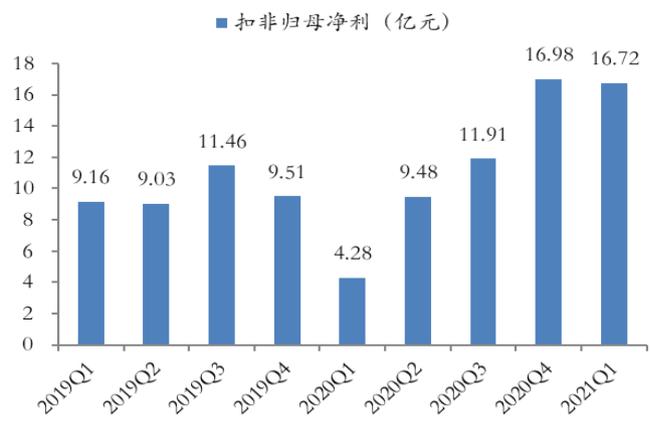
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司扣非归母净利润情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度扣非归母净利润情况



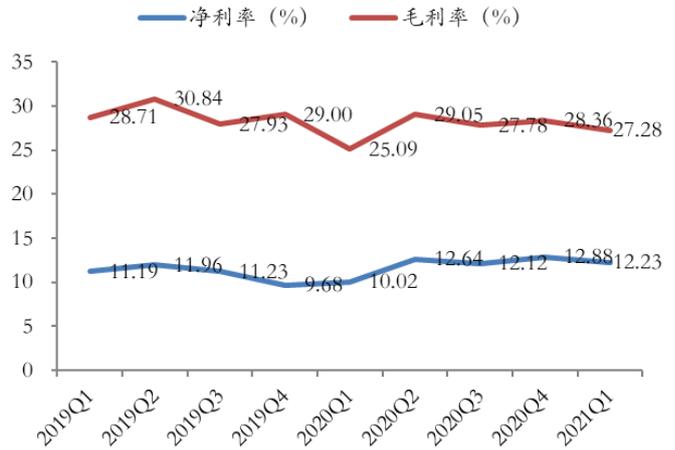
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率及净利率情况



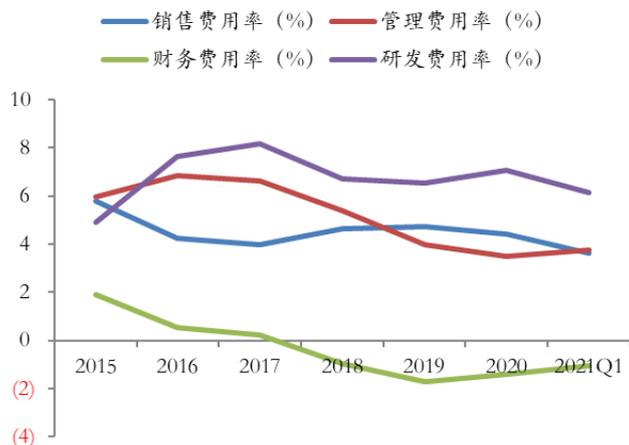
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司分季度毛利率及净利率情况



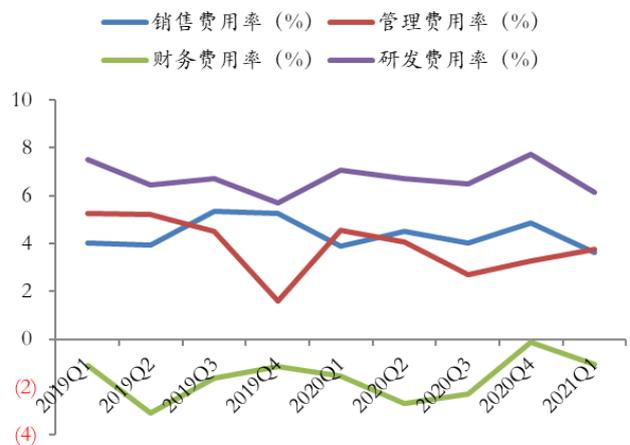
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司费用率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分季度费用率情况



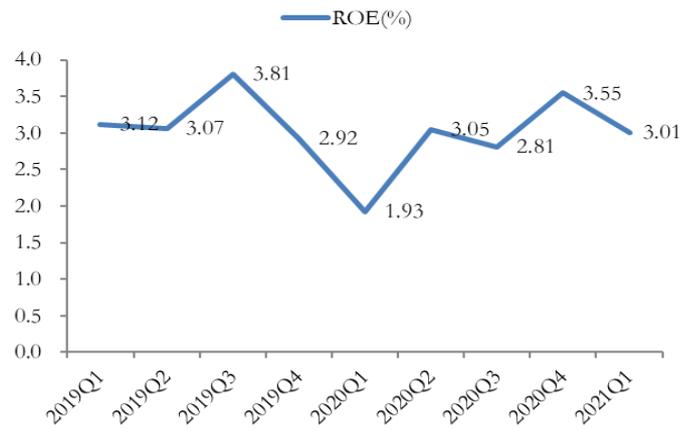
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司 ROE 情况



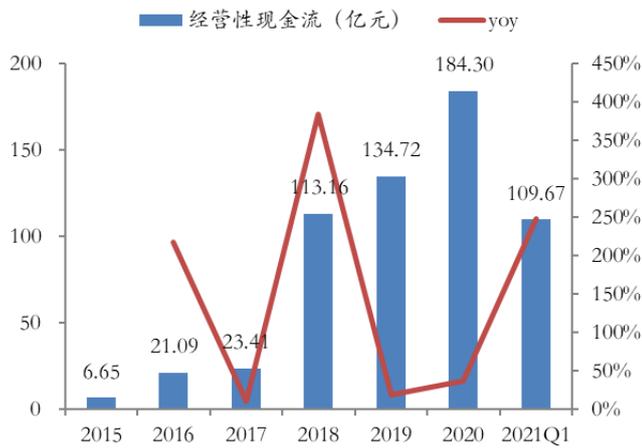
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司分季度 ROE 情况



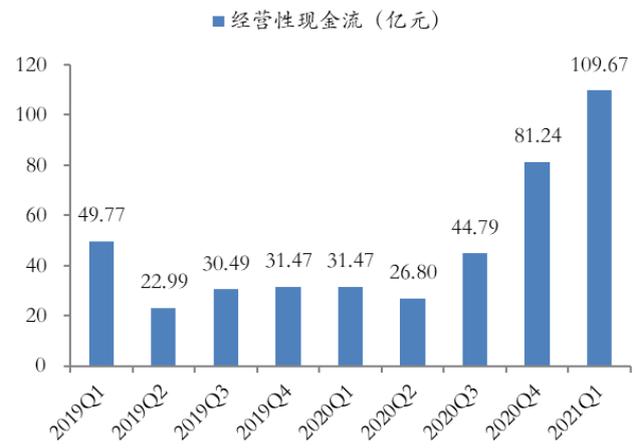
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司经营性现金流情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 公司分季度经营性现金流情况



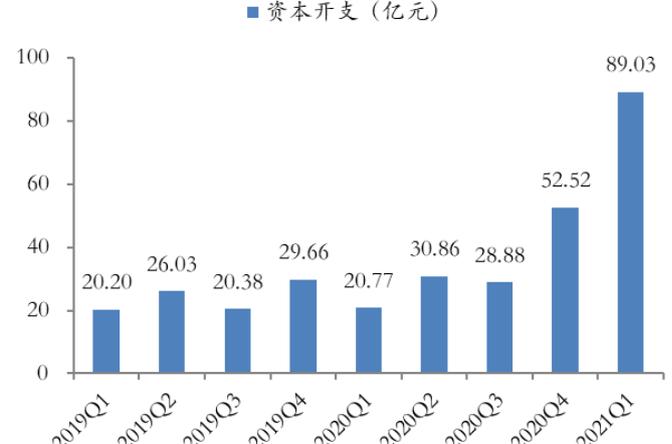
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司资本开支情况



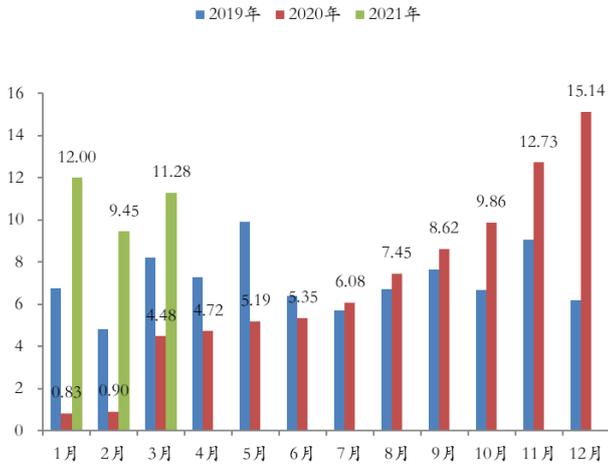
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司分季度资本开支情况



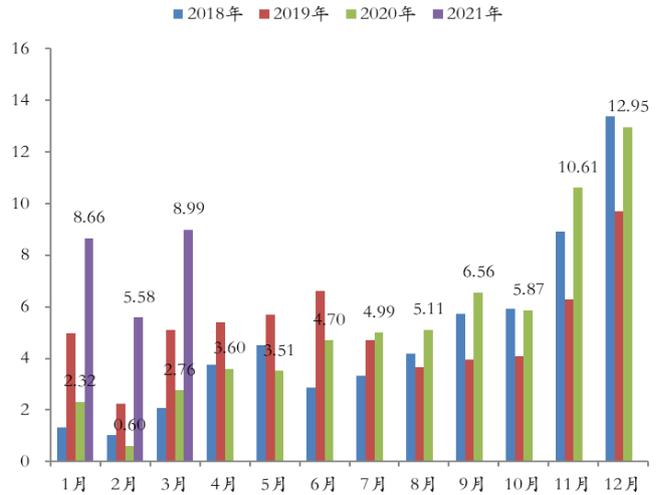
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 我国动力电池产量情况 (GWh)



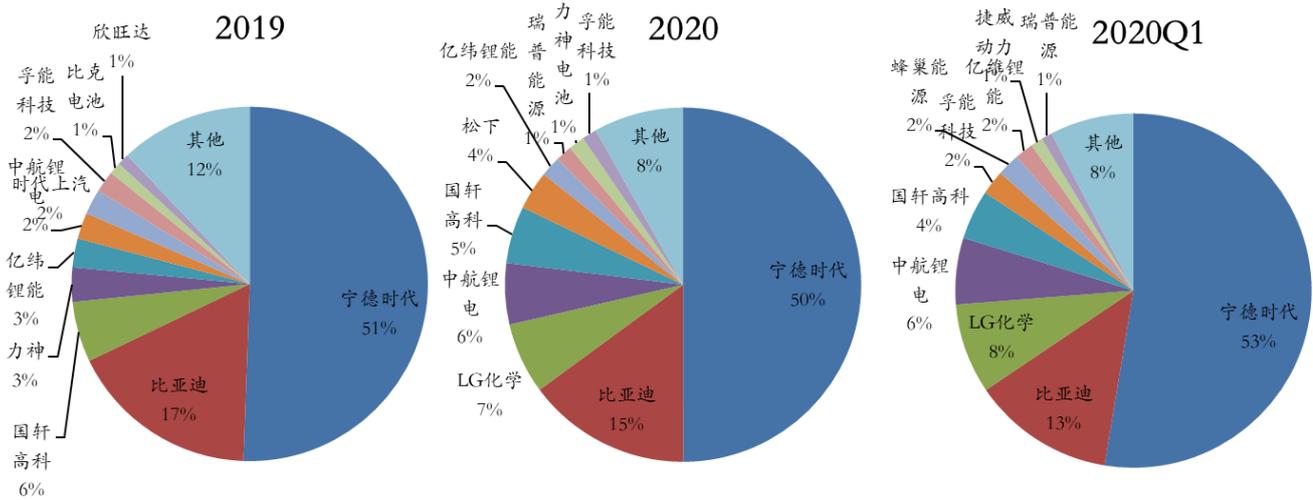
资料来源: 动力电池产业联盟, 华安证券研究所

图表 18 我国动力电池装机情况 (GWh)



资料来源: 动力电池产业联盟, 华安证券研究所

图表 19 国内动力电池竞争格局变化



资料来源: 动力电池产业联盟, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	112865	155852	208970	277193	营业收入	50319	96846	148985	204864
现金	68424	76454	90074	115875	营业成本	36349	70657	108132	148563
应收账款	11294	18573	28573	39289	营业税金及附加	295	581	894	1229
其他应收款	3304	10613	16327	22451	销售费用	2217	4358	6555	8809
预付账款	997	1413	2163	2971	管理费用	1768	3390	5214	7170
存货	13225	23230	35550	48843	财务费用	-713	-891	-1337	-1919
其他流动资产	15622	25569	36283	47764	资产减值损失	-827	-1279	-1660	-2227
非流动资产	43753	51337	61781	75345	公允价值变动收益	-287	0	0	0
长期投资	4813	4669	4669	4669	投资净收益	-118	0	0	0
固定资产	19622	21999	26048	32168	营业利润	6959	12145	19672	27517
无形资产	2518	2814	3177	3601	营业外收入	94	0	0	0
其他非流动资产	16801	21855	27888	34908	营业外支出	71	0	0	0
资产总计	156618	207189	270751	352538	利润总额	6983	12145	19672	27517
流动负债	54977	89924	128865	176263	所得税	879	1822	2951	4128
短期借款	6335	5000	0	0	净利润	6104	10324	16721	23389
应付账款	15635	29037	44438	61053	少数股东损益	521	1032	1672	2339
其他流动负债	33007	55887	84427	115209	归属母公司净利润	5583	9291	15049	21050
非流动负债	32447	33447	34647	36147	EBITDA	10989	18815	27534	36581
长期借款	6068	7068	8268	9768	EPS (元)	2.49	3.99	6.46	9.04
其他非流动负债	26378	26378	26378	26378					
负债合计	87424	123371	163512	212409					
少数股东权益	4987	6020	7692	10031					
股本	2329	2329	2329	2329					
资本公积	41662	41662	41662	41662					
留存收益	20216	33807	55556	86107					
归属母公司股东权益	64207	77799	99548	130098					
负债和股东权益	156618	207189	270751	352538					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	18430	20040	31250	40175
净利润	5583	9291	15049	21050
折旧摊销	4868	7250	9029	10805
财务费用	772	998	911	861
投资损失	26	0	0	0
营运资金变动	6498	190	2929	2892
其他经营现金流	-233	11413	15452	22724
投资活动现金流	-15052	-10678	-12918	-15013
资本支出	-13302	-10478	-12573	-14669
长期投资	-4044	0	-144	-144
其他投资现金流	2294	-200	-200	-200
筹资活动现金流	37431	-1333	-4711	639
短期借款	4209	-1335	-5000	0
长期借款	1088	1000	1200	1500
普通股增加	121	0	0	0
资本公积增加	20032	0	0	0
其他筹资现金流	11982	-998	-911	-861
现金净增加额	40232	8030	13621	25801

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	9.9%	92.5%	53.8%	37.5%
营业利润	20.8%	74.5%	62.0%	39.9%
归属于母公司净利	22.4%	66.4%	62.0%	39.9%
获利能力				
毛利率 (%)	27.8%	27.0%	27.4%	27.5%
净利率 (%)	11.1%	9.6%	10.1%	10.3%
ROE (%)	8.7%	11.9%	15.1%	16.2%
ROIC (%)	5.5%	8.8%	12.0%	13.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	55.8%	59.5%	60.4%	60.3%
净负债比率 (%)	126.3%	147.2%	152.5%	151.6%
流动比率	2.05	1.73	1.62	1.57
速动比率	1.79	1.46	1.33	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.47	0.55	0.58
应收账款周转率	4.46	5.21	5.21	5.21
应付账款周转率	2.32	2.43	2.43	2.43
每股指标 (元)				
每股收益	2.49	3.99	6.46	9.04
每股经营现金流薄)	7.91	8.60	13.41	17.25
每股净资产	27.56	33.40	42.73	55.85
估值比率				
P/E	146.49	95.27	58.82	42.05
P/B	12.74	11.38	8.89	6.80
EV/EBITDA	70.76	44.46	29.75	21.73

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。