

2021年06月01日

宁德时代 45.5 亿订单落地，深度绑定共赢黄金时代

买入 (维持)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002
13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,858	7,950	9,650	11,851
同比 (%)	25.1%	35.7%	21.4%	22.8%
归母净利润 (百万元)	768	1,211	1,475	1,797
同比 (%)	0.3%	57.8%	21.8%	21.9%
每股收益 (元/股)	0.85	1.33	1.63	1.98
P/E (倍)	113.25	71.76	58.92	48.35

事件: 2021年5月31日晚, 先导智能发布公告称, 自2021年1月1日至公告披露日期间, 先导累计中标宁德时代及其控股子公司约45.47亿元人民币锂电设备订单(不含税)。

投资要点

■ CATL 45.5 亿大订单落地, 业绩驱动力充沛

先导智能 2021 年 1-5 月累计中标宁德时代及其子公司 45.5 亿元订单 (不含税), 超市场预期。根据我们产业链调研, 我们判断此次公告的 45.5 亿订单对应约 40 条线, 先导平均每条线中标约 1.1 亿元设备。2021 年 4 月 23 日, 先导公告称预计 2021 年与宁德时代将发生不超过 65 亿关联交易 (含税)。本次公告的 1-5 月累计 45.5 亿订单为不含税口径, 按照 13% 的增值税税率, 我们预计此次公告的订单含税口径为 51.4 亿元, 前 5 月订单累计即占此前预计全年 65 亿的 79%, 我们判断全年中标宁德时代订单有望大幅超此前预期。此次公告的 45.5 亿元, 约占先导 2020 全年收入 (58.58 亿元) 的 77.6%, 我们认为公司短期业绩增长动力充沛。

■ CATL 战投入主充分释放订单弹性, 先导设备龙头地位稳固

2020 年 9 月, 先导智能公告定增预案, 拟募资 25 亿元, 宁德时代将认购此次发行的全部股份, 成为先导长期的战略投资者。2021 年 4 月 28 日, 先导公告定增完成, 以 2020 年 12 月 31 日的总股本为基准进行测算, 发行完成后, 宁德时代持有先导智能发行后总股本的比例为 7.10%, 且自该股份上市之日起三年内不得转让, 二者长期深度绑定。CATL 是先导的第一大客户, 先导是 CATL 最大的设备供应商, 通过本次战略投资, 双方业务绑定将会进一步加深, 先导预计此次战略合作在未来三年为公司增收 247.4 亿元, 增利 38.8 亿元。

■ CATL 扩产提速密集招标, 有望引领行业扩产新周期

目前宁德时代的 7 个锂电池生产基地产能规划总计 600GW 左右, 新增产能规划达 535GW, 相应的设备投资达 1145 亿元。随着宁德募集资金到位, 2020 年下半年起多家设备厂商接连中标宁德大额订单, 总额达 118 亿元 (均换算为含税价), 我们判断随着宁德时代动力电池迈入扩产高峰, 2021 年 2 月公布的新增扩产项目将在 2021-2022 年陆续招标, 龙头设备商稀缺性将逐步显现, 届时绑定宁德时代的核心设备商先导智能将逐渐显现稀缺性估值溢价。

盈利预测与投资评级: 考虑公司在锂电设备行业龙头地位稳固, 我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 12.11/14.75/17.97 亿, 对应当前股价 PE 72/59/48 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 新能源车销量低于预期, 下游投资扩产情况低于预期; 盈利能力改善低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	95.80
一年最低/最高价	39.96/99.60
市净率(倍)	14.95
流通 A 股市值(百万元)	86774.68

基础数据

每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	58.60
总股本(百万股)	907.32
流通 A 股(百万股)	905.79

相关研究

- 1、《先导智能 (300450): 2020 年报点评: 业绩低于预期, 新签订单饱满助力发展》2021-04-23
- 2、《先导智能 (300450): 明确与 CATL 战略合作细节, 共迎黄金时代》2021-03-02
- 3、《先导智能 (300450): 宁德时代再投 390 亿元, 核心设备商最为受益》2020-12-30

事件: 2021年5月31日晚, 先导智能发布公告称, 自2021年1月1日至公告披露日期间, 先导累计中标宁德时代及其控股子公司约45.47亿元人民币锂电设备订单(不含税)。

1. CATL 45.5 亿大订单落地, 业绩驱动力充沛

先导智能 2021 年 1-5 月累计中标宁德时代及其子公司 45.5 亿元订单 (不含税), 超市场预期。根据我们产业链调研, 我们判断此次公告的 45.5 亿订单对应约 40 条线, 先导平均每条线中标约 1.1 亿元设备。2021 年 4 月 23 日, 先导公告称预计 2021 年与宁德时代将发生不超过 65 亿关联交易 (含税)。本次公告的 1-5 月累计 45.5 亿订单为不含税口径, 按照 13% 的增值税税率, 我们预计此次公告的订单含税口径为 51.4 亿元, 前 5 月订单累计即占此前预计全年 65 亿的 79%, 我们判断全年中标宁德时代订单有望大幅超此前预期。此次公告的 45.5 亿元, 约占先导 2020 全年收入 (58.58 亿元) 的 77.6%, 我们认为公司短期业绩增长动力充沛。

2. CATL 战投入主充分释放订单弹性, 先导设备龙头地位稳固

2020 年 9 月, 先导智能公告定增预案, 拟募资 25 亿元, 宁德时代将认购此次发行的全部股份, 成为先导长期的战略投资者。2021 年 4 月 28 日, 先导公告定增完成, 以 2020 年 12 月 31 日的总股本为基准进行测算, 发行完成后, 宁德时代持有先导智能发行后总股本的比例为 7.10%, 且自该股份上市之日起三年内不得转让, 二者长期深度绑定。CATL 是先导的第一大客户, 先导是 CATL 最大的设备供应商, 通过本次战略投资, 双方业务绑定将会进一步加深。

图 1: 过去 3 年 CATL 都是是先导的最大客户之一

单位: 万元

年度	销售收入	占公司年度营业收入的比例
2018年	46,949.12	12.07%
2019年	181,014.42	38.65%
2020年	157,029.70	26.80%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

未来三年内，宁德时代按不低于电芯段核心设备（包括涂布、卷绕、化成等）新投资额 50% 的额度给予先导优先权。先导 4 月 1 日公告，宁德时代出具承诺函承诺，宁德时代目前没有进行且将不会在获得先导智能本次发行股份之日起三年内作为战略投资者以本次类似方式参与其他锂电池设备上市公司的定增。我们判断，宁德时代未来电芯核心设备将有一半的份额优先采购先导智能的设备，该条款从业务角度以协议的方式确保了未来三年内先导智能在核心电芯设备上的订单份额将优于其他企业。

根据宁德时代公告的扩产规划统计，我们预计宁德时代未来五年将扩产超 550GW，先导预计宁德时代 2021-2023 年核心锂电设备（包括涂布、卷绕、化成等）总采购额分别约 100 亿元、120 亿元和 155 亿元，因此先导智能 2021-2023 年获宁德时代的订单金额预计不低于 50 亿元、60 亿元和 77.5 亿元，假设毛利率为 35%，净利率为 14.5%，对应新增净利润为 7.2 亿元、8.7 亿元和 11.2 亿元。叠加宁德时代向先导采购设备运维服务、智能物流设备以及联合采购降本（二者集采扩大采购规模降本，同时共同锁定供应商产能，确保交付时间）的影响，先导预计此次战略合作在未来三年为公司增收 247.4 亿元，增利 38.8 亿元。

图 2：此次战略合作预计在未来三年为先导增收 247.4 亿元，增利 38.8 亿元

单位：亿元

项目	营业收入			净利润		
	2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年
电芯生产核心设备采购	50.00	60.00	77.50	7.23	8.67	11.20
设备运维服务采购	2.50	4.00	5.94	0.89	1.43	2.12
智能物流设备采购	12.00	15.50	20.00	1.22	1.58	2.04
联合采购的降本	-	-	-	0.61	0.78	1.02
合计	64.50	79.50	103.44	9.95	12.46	16.38

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外，通过和 CATL 的深度绑定，先导有望在高端产能不足、市场加速整合的背景下引领行业。（1）技术领先：二者通过加深技术合作实现产品的技术升级，引领电池行业的前沿发展。（2）资源优化：CATL 的全球优质资源助力先导加快实现战略转型升级。CATL 拥有全球范围内新能源汽车的行业资源，与先导的全球化发展方向高度吻合，未来双方将加强在全球范围内的资源协调，为先导的全球业务拓展提供战略支撑和商务协同。

3. CATL 扩产提速密集招标，有望引领行业扩产新周期

宁德时代扩产提速是行业风向标，有望引领行业扩产新周期。2021 年 2 月以来，宁德时代公布多个扩产计划：2021 年 2 月，宁德时代公布投资 120 亿元建设四川时代动

力电池宜宾制造基地五、六期项目，同时投资 120 亿元建设动力及储能电池肇庆项目（一期）；宁德时代控股子公司时代一汽分别投资 50 亿元、105 亿元于福建宁德霞浦县、江苏溧阳中关村高新区建设动力电池生产线扩建项目。目前宁德时代的 7 个锂电池生产基地产能规划总计 600GW 左右，新增产能规划达 535GW，相应的设备投资达 1145 亿元。

图 3：宁德时代各大基地产能统计

宁德时代各大基地产能统计									
基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	预计投产时间	截止到2020年报工程进度
福建宁德	宁德湖东	2011	方形为主，小批量软包	动力：三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	100%
	时代锂动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	100%
	宁德湖西 (IPO募投项目)	2017.11		动力+储能	24	100	80	已基本投产	100%
	宁德湖西 (扩建)	2018		动力	16	46	30	2022	新规划
	车里湾	2020.2		动力+储能	45	100	80	未透露	新规划
	福鼎一期	2020.12		锂电池	68	170	136	2022年底	新规划
	福鼎二期	2020.12		锂电池				2025	新规划
青海西宁	青海西宁	2012		储能+动力	5	20	16	已基本投产	100%
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和pack	10	46	37	2020	26%
	江苏溧阳三期	2018		动力+储能	24	74	55	2021	新规划
	江苏溧阳四期	2020.12		动力+储能	30	117	93	2022年底	新规划
四川宜宾	四川宜宾一期	2019.9		动力	12	40	22	2021	新规划
	四川宜宾二期			动力	18	60	42	未透露	一期投产两年后启动
	宜宾三期 (扩建一期)	2020.12		动力	40	100	80	2022年底	新规划
	宜宾四期 (扩建二期)	2020.12		动力				2025	新规划
	四川宜宾五期	2021.2	动力	48	120	96	未透露	新规划	
	四川宜宾六期	2021.2	动力						
广东肇庆	肇庆项目一期	2021.2	动力和储能	48	120	96	未透露	新规划	
合资公司	时代上汽	2017.5	动力电芯和pack	36	100	70	2020	31%	
	时代上汽扩建	2021.2	动力	37	105	74	未透露	新规划	
	时代广汽	2018.7	动力	16	46	32	2021	新规划	
	东风时代	2018.7	动力	10	-	-	2019	新规划，尚无明确进展	
	时代吉利 (浙江吉润)	2020.8	动力+储能+pack	28	80	56	2022	新规划	
	时代一汽 (宁德霞浦)	2019.4	动力	14	44	31	2022	新规划，尚无明确进展	
	时代一汽扩建 (宁德霞浦)	2021.2	动力	20	50	40	未透露	新规划	
德国基地	德国因林根	2018.7	动力	30	140	112	2022	新规划	
	合计				603	1819	1387		
	预计新增合计				535	1512	1145		

备注：1、时代广汽、时代吉利与时代一汽的产能根据设备投资额占总投资额的70%、同时单位GW设备投资额2亿估算。2、德国工厂18亿欧元投资，约140亿元人民币。假设80%为设备投资，则设备投资为112亿元，按照单GW设备为3.5-4亿元估算，项目规划产能大约30GW左右。3、福鼎投资170亿元，宜宾扩建100亿元，按照设备投资额占80%，单GW设备为2亿元估算，福鼎基地产能约35GW，宜宾扩建项目约20GW。4、按照设备投资额占80%，单GW设备为2亿元估算，宜宾五、六期扩产48GW，肇庆一期扩产48GW，时代一汽扩建项目（宁德霞浦县）扩产20GW。

数据来源：高工锂电，宁德时代公告，东吴证券研究所

宁德时代募资到位，设备厂商大额订单接连落地。2020年5月，宁德时代公告称

募集 197 亿元用于建设宁德湖西扩建项目等; 2021 年 4 月宁德时代公告将原募投项目江苏溧阳三期和四川宜宾一期所使用的募集资金 38 亿用于投资总额 116.5 亿元的江苏溧阳四期。随着募集资金到位和前述扩产项目招标上马, 2020 年下半年起多家设备厂商接连中标大额订单, 总额达 118 亿元 (均换算为含税价), 具体包括【先导智能: 45.5 亿 (不含税), 包括核心设备涂布设备、卷绕设备、化成设备等】;【杭可科技: 4.8 亿 (不含税), 化成分容设备等】;【先惠技术: 4.9 亿 (不含税), 自动化组装线】;【华自科技 15.1 亿 (含税)】;【赢合科技: 14.4 亿 (含税)】;【海目星: 10.7 亿 (含税), 制片机、激光设备、自动化设备等】;【今天国际: 8.9 亿 (含税), 化成分容设备及物流系统】;【星云股份: 2.6 亿 (含税), 测试设备、自动化产线等】;【联赢激光: 1.6 亿, 激光焊接设备】。我们判断随着宁德时代动力电池迈入扩产高峰, 2021 年 2 月公布的新增扩产项目将在 2021-2022 年陆续招标, 龙头设备商稀缺性将逐步显现, 届时绑定宁德时代的核心设备商先导智能将逐渐显现稀缺性估值溢价。

图 4: 2020 年下半年以来, 设备商接连中标宁德时代订单

中标公司	交易对手	中标 (公告) 时间	中标金额 (亿元)	中标金额 (亿元, 转换为含税价)	中标项目	中标环节	备注
先导智能	宁德时代	2021.5.31	45.5 (不含税)	51.4	-	整线	2021.1.1 至 2021.5.31 累计订单
杭可科技	宁德时代	2021.4.20	4.8 (不含税)	5.4	锂电生产设备	-	
赢合科技	宁德时代	2020.12.26	14.4	14.4	锂电生产设备	整线	
海目星	江苏时代	2021.5.18	6.73	6.73	高速激光制片机、其他动力电池激光及自动化设备	中段	
	四川时代						
	四川时代	2020.12.4	3.92	3.92	高速激光制片机		
联赢激光	CATT	2020.10.27	1.61	1.61	动力电池电芯焊接系统	中段	
今天国际	福鼎宁德	2021.5.20	2.2	2.2	自动化成容量测试系统	后段	
	江苏宁德	2021.5.19	4.41	4.41	自动化成容量测试系统		
	成都宁德	2021.3.22	1.24	1.24	自动化成测试物流系统		
	四川宁德	2020.12.28	1.07	1.07	自动仓储系统、自动化成测试物流系统		
先惠技术	宁德时代	2021.5.7	2.92 (不含税)	3.3	-	组装线	2021.1.4 至 2021.5.7 累计订单
	CATT	2021.1.1	2.02 (不含税)	2.3			2020Q4-2021.1.1 累计订单
华自科技	宁德时代	2021.5.18	2.51	2.51	锂电生产设备	-	
		2021.4.28	2.31	2.31			
		2021.2.22	4.99	4.99			
		2020.12.7	5.3	5.3			
		临时订单	0.18	0.18			
星云股份	宁德时代	2021.5.11	1.27	1.27	测试设备、自动化设备、自动化生产线及维修、配件、服务等	后段	
		2021.3.31	1.3	1.3	动力电池性能检测实验室服务承包		
合计				116			

数据来源: wind, 东吴证券研究所

备注: 我们按照 13% 税率将不含税订单换算为含税价。

4. 盈利预测与投资建议

考虑公司在锂电设备行业龙头地位稳固，我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 12.11/14.75/17.97 亿，对应当前股价 PE 72/59/48 倍，维持“买入”评级。

5. 风险提示

新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

先导智能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10314	10839	12903	16182	营业收入	5858	7950	9650	11851
现金	2738	3331	3765	4953	减:营业成本	3848	5061	6145	7561
应收账款	3024	3921	5288	6493	营业税金及附加	44	56	68	83
存货	2874	3189	3367	4143	营业费用	181	278	338	415
其他流动资产	1677	398	483	593	管理费用	334	1317	1598	1961
非流动资产	2349	3200	3791	3862	财务费用	43	-80	-104	-128
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-45	0	0	0
固定资产	791	1647	2244	2320	加:投资净收益	31	0	0	0
在建工程	59	228	278	143	其他收益	-673	5	5	5
无形资产	157	151	146	141	营业利润	811	1323	1612	1964
其他非流动资产	1342	1173	1123	1257	加:营业外净收支	28	0	0	0
资产总计	12662	14038	16694	20044	利润总额	839	1323	1612	1964
流动负债	6987	7516	9139	11231	减:所得税费用	71	112	137	167
短期借款	348	30	50	50	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	3976	4160	5051	6215	归属母公司净利润	768	1211	1475	1797
其他流动负债	2663	3326	4038	4966	EBIT	1470	1243	1508	1836
非流动负债	60	60	60	60	EBITDA	1550	1369	1687	2064
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	60	60	60	60	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	7047	7576	9199	11291	每股收益(元)	0.85	1.33	1.63	1.98
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	6.19	7.13	8.26	9.65
归属母公司股东权益	5615	6463	7495	8753	发行在外股份(百万股)	907	907	907	907
负债和股东权益	12662	14038	16694	20044	ROIC(%)	24.4%	20.5%	23.9%	27.0%
					ROE(%)	13.7%	18.7%	19.7%	20.5%
					毛利率(%)	34.3%	36.3%	36.3%	36.2%
					销售净利率(%)	13.1%	15.2%	15.3%	15.2%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率(%)	55.7%	54.0%	55.1%	56.3%
经营活动现金流	1353	1699	1627	2025	收入增长率(%)	25.1%	35.7%	21.4%	22.8%
投资活动现金流	-503	-425	-771	-298	净利润增长率(%)	0.3%	57.8%	21.8%	21.9%
筹资活动现金流	-371	-681	-422	-539	P/E	113.25	71.76	58.92	48.35
现金净增加额	476	593	434	1188	P/B	15.48	13.45	11.59	9.93
折旧和摊销	80	125	180	228	EV/EBITDA	60.62	69.03	56.97	47.59
资本开支	-340	-748	-771	-298					
营运资本变动	676	363	-27	0					

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>