

2021年06月11日

加深车企战略合作，供应链合作加强，全球 电池龙头全面加速

买入 (维持)

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

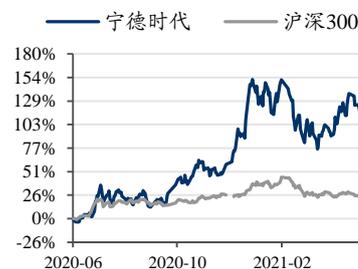
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	50,319	109,491	171,025	230,756
同比 (%)	10%	118%	56%	35%
归母净利润 (百万元)	5,583	10,818	18,858	27,398
同比 (%)	22%	94%	74%	45%
每股收益 (元/股)	2.40	4.64	8.10	11.76
P/E (倍)	188.57	100.79	59.86	42.28

投资要点

- **事件:** 宁德时代与长城汽车正式签署十年长期战略合作框架协议, 将利用双方自身优势, 基于深度合作关系, 提升供需两端联动水平、打造高效协同竞争优势, 推动新能源汽车科技进步, 助力实现“碳达峰”“碳中和”目标。
- **长城电动化进程加速, 远期规划庞大。** 长城汽车 2020 年新能源车销 5.6 万辆, 同 +42%, 2021 年好猫车型放量, 高增持续, 1-5 月销 4.2 万辆, 同比高增 514%, 电动化进程加速, 全年预计销售 12 万辆+, 同比翻番以上, 对应电池需求 4.5-5gwh。长城汽车车展发布三款新车型, 新车型周期为后续销量增长提供长期驱动力。旗下动力电池厂商蜂巢能源扩产提速, 目前产能 4GWh, 建成、在建、规划产能共 110GWh, 2025 年总产能规划从原来的 100GWh 升级至 200GWh, 规划庞大。
- **车企方面, 本次战略合作协议系绑定电池产能, 解决电池供应瓶颈, 确保产能不受限。** 2021 年 4 月长城汽车销 0.75 万辆, 环比下滑 43%, 5 月销 0.36 万辆, 环比下滑 52%, 我们预计产销下滑主要系电池、芯片供应紧张影响产量所致。短期看, 长城汽车主要依赖于宁德时代及蜂巢能源的动力电池供应。考虑到目前行业内电池供应紧缺, 长城汽车签署战略合作协议提前绑定宁德时代电池产能, 为电动化进程加速做准备。
- **电池厂方面, 客户加深绑定大势所趋, 突出合作下一代技术研发。** 优质电池产能属于稀缺资源, 各大车企希望通过合资、参股、签订长单等方式提前锁定产能。对车企而言, 绑定电池厂意义在于锂电体系技术渗透和提升议价能力, 对电池厂商而言, 加深车企合作有利于进一步动力电池技术的推进, 或开启整车方面合作。
- **加深车企合作, 或在整车方面合作, CTC 技术有望推进。** 宁德时代技术路线规划中, 公司计划将于 2025 年前后正式推出高度集成化的 CTC 电池技术, 需要将电芯底盘一体化, 电池厂商需要更深的介入电动车的开发, 加深与车企的绑定。本次宁德与长城签订十年合作协议, 我们预计或开展整车方面合作, 可能将就 CTC 技术进行合作开发, 进一步降低成本、提升能量密度, 打造协同优势。
- **订单指引大超预期, 上修宁德出货目标, 连续两年翻倍高增。** 宁德时代此前与天赐材料签订 1.5 万吨六氟对应电解液供货协议, 可满足 110gwh 电池需求。若按照 50% 的长单供货比例测算, 考虑 15% 的折扣, 对应宁德时代 2021 年 6 月-22 年 6 月出货量超过 170gwh。我们预计宁德 1H21 产量 50gwh+, 2H21 产量 70gwh+, 则 1H22 产量预计超 100gwh, 2022 全年产量或超 250gwh, 同比翻番, 连续 2 年翻倍以上增长, 大超预期。
- **盈利预测与投资评级:** 行业景气度大超预期, 公司预示订单超此前预期, 我们将公司 21-23 年归母净利润由 105/155/231 亿元上调至 108.2/188.6/274 亿元, 同比分别 94%/74%/45%, 对应 EPS4.64/8.10/11.76 元, 公司产能扩张加速, 全球动力电池龙头地位稳固, 未来增长确定性较高, 且利润确认相对保守, 给予 22 年 75 倍 PE, 对应目标价 607.5 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	451.89
一年最低/最高价	146.76/444.66
市净率(倍)	16.04
流通 A 股市值(百万元)	1043793

基础数据

每股净资产(元)	28.18
资产负债率(%)	58.84
总股本(百万股)	2329
流通 A 股(百万股)	2309

相关研究

- 1、《宁德时代 (300750): 2021 年一季报点评: 出货创新高, 现金流亮眼, 全年高增开启》2021-04-30
- 2、《宁德时代 (300750): 2020 年报点评: 弹药充足, 腾飞在即》2021-04-29
- 3、《宁德时代 (300750): 产能扩张再加码, 拥抱 Twh 时代》2021-02-03

事件：宁德时代与长城汽车正式签署十年长期战略合作框架协议，将利用双方自身优势，基于深度合作关系，提升供需两端联动水平、打造高效协同竞争优势，推动新能源汽车科技进步，助力实现“碳达峰”“碳中和”目标。

长城电动化进程加速，远期规划庞大。长城汽车 2020 年新能源车销 5.6 万辆，同 +42%，对应电池装机 1.74gwh，2020 年下半年推出黑猫、白猫车型，定价 10 万元以内，瞄准女性消费者，销量表现亮眼，2020 年下半年长城销 4.7 万辆，环比大增 396%。2021 年好猫车型放量，高增持续，1-5 月销 4.2 万辆，同比高增 514%，电动化进程加速，对应电池需求 1.4GWh，全年预计销售 12 万辆+，同比翻番以上，对应电池需求 4.5-5gwh。长城汽车车展发布三款新车型，闪电猫预计明年 Q2 投产，朋克猫、大猫待定，新车型周期为后续销量增长提供长期驱动力。长城打造欧拉、SL 项目以及光束汽车三个纯电品牌，欧拉计划在 2023 年累计销量达 100 万辆；我们预计长城汽车 2025 年新能源车销量有望达到 80-100 万辆，电动化率达 20%，对应电池需求 40-50GWh 左右。旗下动力电池厂商蜂巢能源扩产提速，目前产能 4GWh，建成、在建、规划产能共 110GWh，2025 年总产能规划从原来的 100GWh 升级至 200GWh，规划庞大。

图 1：长城汽车分类别销量（辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

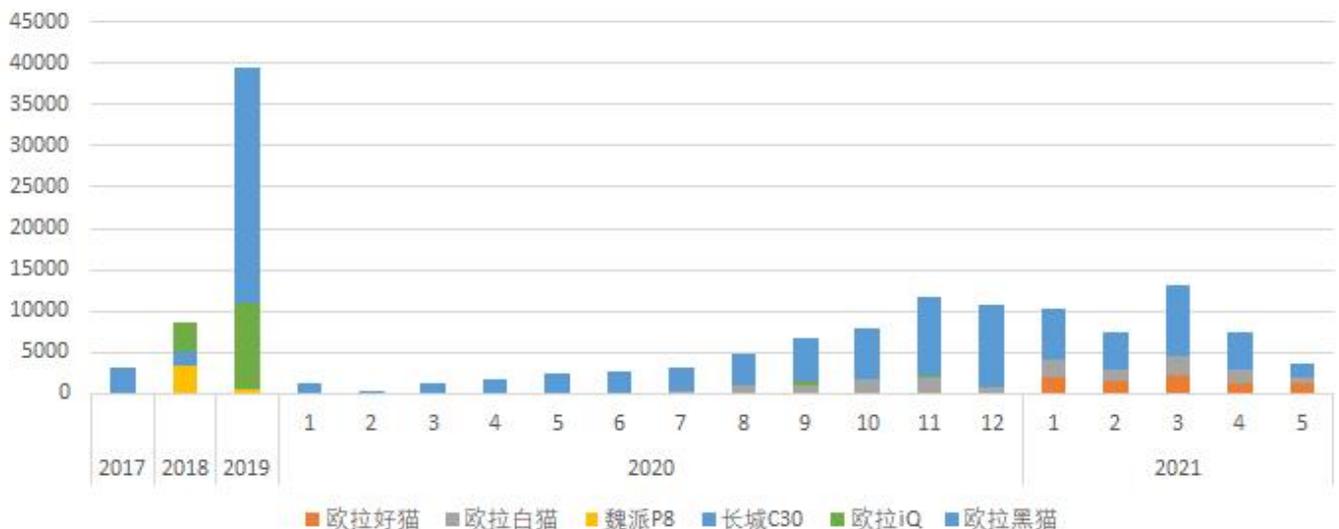
图 2：蜂巢能源产能规划

公告日期	产能规划	产地	投资金额
2019	18GWh	常州金坛 (分三期)	80亿元
2020	24GWh	德国萨尔州	20亿欧元
2021.1	20GWh	四川遂宁经开区	70亿元
2021.2	20GWh	浙江湖州南太湖新区	70亿元
2021.4	28GWh	安徽省马鞍山市	110亿元
合计	110GWh		485亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

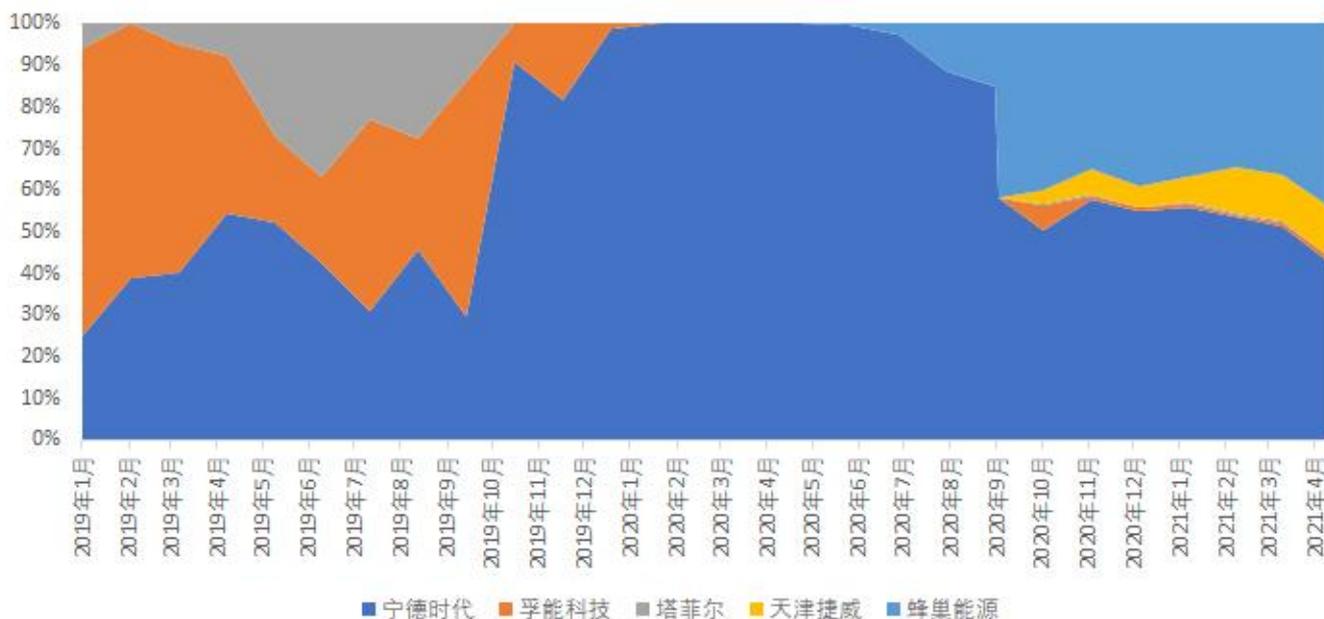
车企方面，本次战略合作协议系绑定电池产能，解决电池供应瓶颈，确保产能不受限。2021年4月长城汽车销0.75万辆，环比下滑43%，5月销0.36万辆，环比下滑52%，同时长城欧拉景气度指数震荡向上，我们预计产销下滑主要系电池、芯片供应紧张影响产量所致，宁德为长城汽车主供，1-4月累计装机0.69GWh，同比增长392%，供货占比50%，蜂巢为二供，1-4月累计装机0.53gwh，占比38%。我们预计2021年全球销量540-560万辆，同比+80%，2022年仍可维持40%+的高增长，终端需求超预期，导致行业内动力电池优质产能紧缺，宁德时代持续满产满销，供不应求，4月宁德时代在长城装机0.18gwh，环比下滑24%，占比下滑至42%，预计为产能不足所致，二供蜂巢4月装机0.18gwh，环比+12%。短期看，长城汽车主要依赖于宁德时代及蜂巢能源的动力电池供应，蜂巢能源全年出货能力预计达3gwh左右，且有外供需求，无法满足长城汽车全年5gwh左右的动力电池装机需求。考虑到目前行业内电池供应紧缺，长城汽车签署战略合作协议提前绑定宁德时代电池产能，为电动化进程加速做准备。

图 3: 长城汽车分车型销量 (辆)



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 4：长城汽车电池供应商占比



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 5：长城汽车分车型装机占比

车型	电池企业	202007	202008	202009	202010	202011	202012	202101	202102	202103	202104	21年累计
欧拉黑猫	蜂巢能源	12%	19%	50%	52%	44%	37%	45%	42%	42%	41%	42%
	宁德时代	88%	81%	50%	48%	56%	62%	54%	57%	58%	59%	57%
	塔菲尔	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0%	1%
欧拉白猫	蜂巢能源	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	3%
	宁德时代	100%	100%	99%	81%	71%	67%	59%	35%	38%	29%	38%
	天津捷威	0%	0%	0%	19%	29%	33%	41%	65%	62%	64%	60%
欧拉好猫	蜂巢能源					81%	81%	38%	40%	51%	87%	56%
	宁德时代					19%	19%	62%	60%	49%	13%	44%
长城V77 PHEV	蜂巢能源	30%	44%	49%	44%	39%	84%	84%	81%	88%	87%	85%
	宁德时代	70%	56%	51%	56%	61%	16%	16%	19%	12%	13%	15%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

电池厂方面，客户加深绑定大势所趋，突出合作下一代技术研发。优质电池产能属于稀缺资源，各大车企希望通过合资、参股、签订长单等方式提前锁定产能，供应关系稳定。此前车企与宁德时代合作更多意义在于保障电池供应，锁定未来车型的电池产能；2020 年以来宁德时代与车企战略合作协议中突出对动力电池技术开发的需求，此前本田入股宁德并签署战略合作协议，表示双方将围绕动力电池进行共同开发；国内企业中，宁德入股爱驰汽车，合作开发下一代动力电池技术；哪吒汽车与宁德时代签署战略合作协议，双方将在新能源电池领域进一步深化合作。对车企而言，绑定电池厂意义在于锂

电体系技术渗透和提升议价能力，对电池厂商而言，加深车企合作有利于进一步动力电池技术的推进，或开启整车方面合作。

图 6：宁德时代合作车企整理

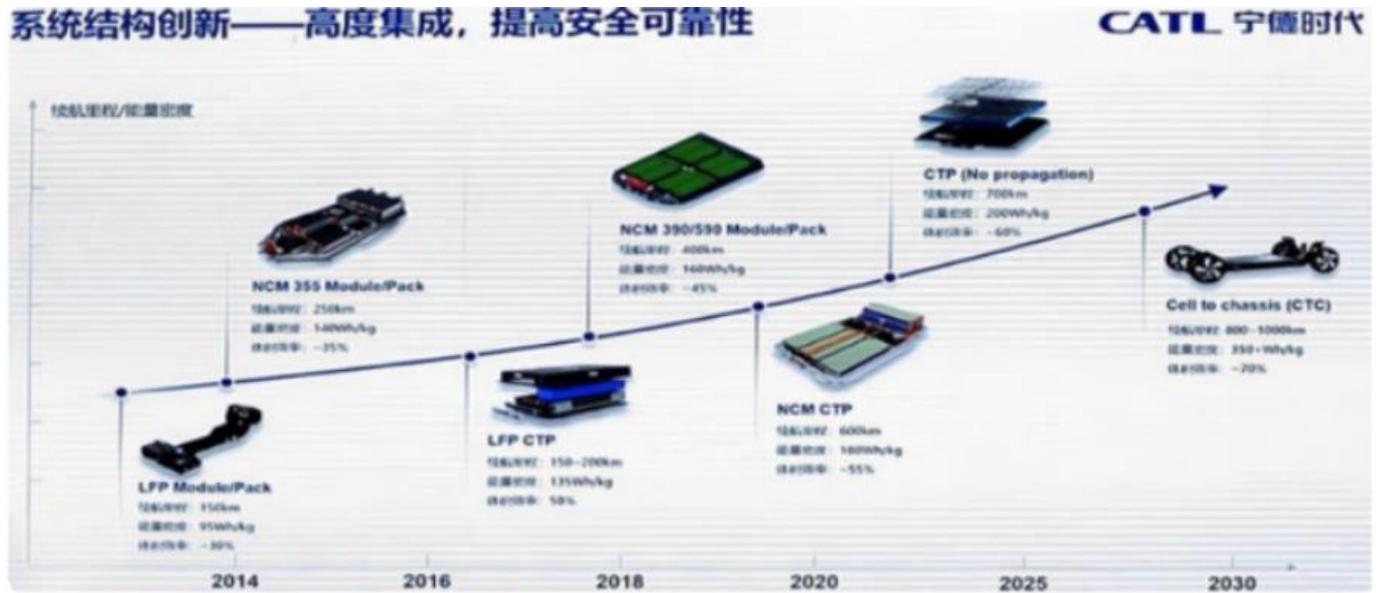
合作车企	时间	进展
海外	特斯拉	2020.2 签署供货协议，供货期20.7-22.7
	宝马	2018.7 华晨宝马签订长期战略合作协议；宝马确认40亿欧元电芯采购意向；
		2019.11 签订8亿电池项目+宝马可以对CATL进行股权投资 订单增至73亿欧元，其中宝马中国27亿欧元，宝马集团45亿欧，成为主供
	大众	2018.3 成为目前大众MEB在中国境内唯一、全球内优先采购商；获得部分欧洲MEB订单
		2021.6 获得了大众汽车集团电芯测试实验室认证,成为全球首家获得该项认证的动力电池制造商
	戴姆勒	2018.5 宁德时代进入戴姆勒的电池供应链体系
		2021.5 与戴姆勒卡车扩大全球合作伙伴关系，2024年起为电动卡车供应电池，供应期将超过2030年
	本田	2019.2 2027年前，宁德将向本田保供约56GWh动力电池
		2020.7 签署全方位战略合作协议，认购宁德股份，宁德时代向Honda提供稳定的动力电池供应，围绕新能源汽车动力电池的共同开发，以及未来基础技术的共同研究展开合作
	丰田	2019.7 在稳定供应和进一步开发新能源汽车电池方面达成全面合作协议
	沃尔沃	2019.5 在SPA2平台及CMA平台的全部车型供应动力电池
	现代	2017.5 将为现代汽车的插电式混合动力车索纳塔提供电池。
		2021.2 成为E-GMP平台电动汽车的第三批电池供应商，拿下百亿电池订单，2023年开始供货。
	捷豹路虎	2018.4 宁德时代与捷豹路虎签订战略合作协议
	雷诺日产	2018.5 宁德时代将为日产的轩逸EV和雷诺Kangoo供电
雪铁龙	2017.3 LG将为2019年推出的DS7Crossback混合动力汽车提供电池，CATL也将参与该车的生产	
内资	长城	2021.6 签署十年长期战略合作框架协议，将利用双方自身优势，基于深度合作关系，提升供需两端联动水平、打造高效协同竞争优势
	长安	2020.9 签订战略合作协议
	北汽	2019.12 北汽新能源签署商务战略合作协议，双方将继续加强车型项目合作、推动动力电池核心技术研发。
	一汽	2016.9 签署战略合作协议
		2019.4 成立合资公司
	上汽	2017.5 成立合资公司
		2018.9 上汽通用签署战略合作协议，未来双方将在汽车新能源领域展开积极探索，并就下一代上汽通用加入新能源车型进行深度合作
	广汽	2018.7 成立合资公司
吉利	2018.12 成立合资公司	
新势力	爱驰	2021.5 入股爱驰 双方将面向未来探索研发下一代动力电池
	哪吒	2020.3 举行战略合作签约，深化新能源电池合作

数据来源：GGII，东吴证券研究所

加深车企合作，或在整车方面合作，CTC 技术有望推进。宁德时代技术路线规划中，公司计划将于 2025 年前后正式推出高度集成化的 CTC 电池技术，CTC 为未来重要技术布局，需要将电芯底盘一体化，电池厂商需要更深的介入电动车的开发，加深与车企的绑定。此前宁德时代入股爱驰，双方将面向未来探索研发下一代动力电池，加强了电池厂商对于车企的话语权，本次宁德与长城签订十年合作协议，我们预计或开展整车方面合作，可能将就 CTC 技术进行合作开发，进一步降低成本、提升能量密度，打造协

同优势。

图 7：宁德时代技术路线规划



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

订单指引大超预期，上修宁德出货目标，连续两年翻倍高增。宁德时代此前与天赐材料锁定六氟价格，签订 1.5 万吨六氟对应电解液供货协议，六氟磷酸锂按协议锁定的基准价格进行报价，其他原材料及费用以报价单为准，如其他原材料市场价格涨跌幅超过 10%，则重新确认报价。以电解液需求测算，1.5 万吨六氟对应约 13-14 万吨电解液，可满足 110gwh 电池需求。若按照 50% 的长单供货比例测算，考虑 15% 的折扣，对应宁德时代 2021 年 6 月-22 年 6 月出货量超过 170gwh。我们预计宁德 1H21 产量 50gwh+，2H21 产量 70gwh+，则 1H22 产量预计超 100gwh，22 全年产量或超 250gwh，同比翻番，连续 2 年翻倍以上增长，大超预期。此外宁德产能扩张加速，拟新建肇庆基地一期（动力及储能，约 30gwh）、扩建四川时代五六期项目（动力，约 40gwh）、时代一汽霞浦基地（动力，约 17gwh）、时代上汽扩建（动力，约 35gwh），公司目前产能规划 600-650gwh，产能扩张提速，电动化进程或进一步超预期。

图 8：宁德时代产能规划测算（GWh）

持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
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	71		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

盈利预测与投资评级：行业景气度大超预期，公司预示订单超此前预期，我们将公司 21-23 年归母净利润由 105/155/231 亿元上调至 108.2/188.6/274 亿元，同比分别 94%/74%/45%，对应 EPS4.64/8.10/11.76 元，公司产能扩张加速，全球动力电池龙头地位稳固，未来增长确定性较高，且利润确认相对保守，给予 22 年 75 倍 PE，对应目标价 607.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	112,865	168,032	219,939	294,859	营业收入	50,319	109,491	171,025	230,756
现金	68,424	72,882	94,716	128,847	减:营业成本	36,349	80,520	124,296	167,979
应收账款	11,294	20,053	31,323	42,263	营业税金及附加	295	642	1,003	1,353
存货	13,225	29,226	45,420	61,264	销售费用	2,217	4,599	7,012	9,230
其他流动资产	15,622	39,097	39,831	51,852	管理费用	5,337	10,949	16,589	20,999
非流动资产	43,753	51,516	57,766	61,968	财务费用	-713	-465	-1,585	-3,116
长期股权投资	4,813	4,813	4,813	4,813	资产减值损失	1,169	786	1,110	1,167
固定资产	19,622	26,231	32,157	35,941	加:投资净收益	-118	20	25	50
无形资产	2,518	2,383	2,345	2,206	公允价值变动净收益	287	-70	-70	-70
其他非流动资产	16,801	18,090	18,451	19,008	其他收益	1,126	1,100	1,000	1,100
资产总计	156,618	219,549	277,704	356,827	营业利润	6,959	13,509	23,554	34,224
流动负债	54,977	108,486	164,618	220,358	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	13,516	23,561	34,231
应付账款	15,635	34,634	53,463	72,253	减:所得税费用	879	1,757	3,063	4,450
其他流动负债	33,007	72,352	109,654	146,605	少数股东损益	521	941	1,640	2,382
非流动负债	32,447	33,447	20,064	21,064	归属母公司净利润	5,583	10,818	18,858	27,398
长期借款	6,068	7,068	8,068	9,068	EBIT	6,247	13,045	21,969	31,108
其他非流动负债	26,378	26,378	11,996	11,996	EBITDA	11,115	20,309	32,064	44,335
负债合计	87,424	141,933	184,682	241,422					
少数股东权益	4,987	5,928	7,568	9,950	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	64,207	71,688	85,454	105,455	每股收益(元)	2.40	4.64	8.10	11.76
负债和股东权益	156,618	219,549	277,704	356,827	每股净资产(元)	27.56	30.77	36.68	45.27
					发行在外股份(百万股)	2,329	2,329	2,329	2,329
					ROIC(%)	17.8%	27.8%	62.9%	94.4%
					ROE(%)	8.7%	15.1%	22.1%	26.0%
					毛利率(%)	27.8%	26.5%	27.3%	27.2%
					销售净利率(%)	12.1%	10.7%	12.0%	12.9%
					资产负债率(%)	55.8%	64.6%	66.5%	67.7%
					收入增长率(%)	9.9%	117.6%	56.2%	34.9%
					净利润增长率(%)	22%	94%	74%	45%
					P/E	188.57	100.79	59.86	42.28
					P/B	16.40	14.74	12.50	10.28
					EV/EBITDA	94	51	33	24

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>

