

公司研究

与特斯拉再签供货协议，合作进一步深化

——宁德时代（300750.SZ）重大事项点评

要点

事件：2021年6月28日晚，宁德时代发布公告，与特斯拉签订供货框架协议。

点评：

宁德时代和特斯拉的合作进一步深化：公司与特斯拉在2020年2月曾签订《Production Pricing Agreement (China)》，在该协议中约定于2020年7月至2022年6月期间向特斯拉供应动力电池。此次签订的协议名为《Production Pricing Agreement》，有几点值得关注：1) 此次协议是上次协议的延续，供货时间为2022年1月至2025年12月；2) 此次协议意味着双方关系进一步深化，我们猜测供货区域可能扩大（协议题目无“China”字样）；3) 此次协议还对技术研发、质量保证、产能供应、违约责任等作出相应规定，合同更细化。

宁德时代助力特斯拉降本：目前特斯拉的动力电池供应商主要是三家，其中宁德时代向国产 Model 3 供应方形磷酸铁锂电池，LG 能源解决方案向国产 Model 3 和 Model Y 供应圆柱三元电池，松下则向美国工厂的 Model 3 和 Model Y 供应圆柱三元电池。由于磷酸铁锂电池的成本优势明显，且宁德时代的成本控制能力也强于另外两家竞争对手，公司供应的磷酸铁锂电池为特斯拉降本做出了重要贡献。我们预计后续 Model Y 可能也将推出磷酸铁锂版本，低成本的车型有望受到消费者的欢迎。

宁德时代全球市占率近 1/3，有望进一步提升：2021年1-5月，国内新能源汽车销量为95万辆，我们预测2021年全年国内新能源汽车销量约260-270万辆；我们预测2021年全年海外新能源汽车销量约280-300万辆。根据SNE Research的数据，2021年1-4月，宁德时代动力电池装机量占全球的32.5%，其中海外市占率的提升将成为宁德时代出货量增加的关键。

盈利预测、估值与评级：考虑全球新能源汽车销量高增长，而且公司与特斯拉的合作进一步深化，未来动力电池销量有望超出此前预期，我们上调公司2021/22/23年净利润预测至105.2/193.6/259.5亿元（上调幅度为4.6%/31.9%/27.1%），2021年6月28日收盘价对应PE为109/59/44倍。公司作为全球动力电池龙头，储能业务拐点临近，未来增长确定性较高，维持“买入”评级。

风险提示：疫情扩散风险；原材料涨价风险；政策变化风险；技术路线变更风险；竞争恶化风险；装机量不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	45,788	50,319	108,442	180,336	245,189
营业收入增长率	54.63%	9.90%	115.51%	66.30%	35.96%
净利润(百万元)	4,560	5,583	10,517	19,361	25,953
净利润增长率	34.64%	22.43%	88.36%	84.10%	34.05%
EPS(元)	2.06	2.40	4.51	8.31	11.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.96%	8.70%	14.37%	21.10%	22.39%
P/E	239	206	109	59	44
P/B	28.6	17.9	15.7	12.5	9.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-28

买入（维持）

当前价：493.90元

作者

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001
021-52523850
mars@ebsecn.com

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004
010-58452063
yinzs@ebsecn.com

分析师：郝霄

执业证书编号：S0930520050001
021-52523827
haoqian@ebsecn.com

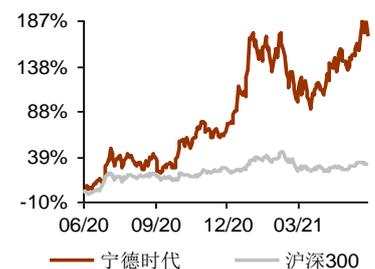
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.29
总市值(亿元)	11502.98
一年最低/最高(元)	164.51/502.98
近3月换手率	37.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	21.88	54.44	160.97
绝对	20.58	58.50	188.76

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	45,788	50,319	108,442	180,336	245,189
营业成本	32,483	36,349	80,487	132,772	182,072
折旧和摊销	4,252	4,712	5,747	7,477	9,752
税金及附加	272	295	636	1,062	1,440
销售费用	2,157	2,217	4,609	7,213	9,808
管理费用	1,833	1,768	3,579	5,590	7,601
研发费用	2,992	3,569	7,591	12,263	16,428
财务费用	-782	-713	-132	395	335
投资收益	-80	-118	-99	-108	-103
营业利润	5,759	6,959	12,676	23,051	30,562
利润总额	5,761	6,983	12,668	23,036	30,567
所得税	748	879	1,551	2,995	3,854
净利润	5,013	6,104	11,117	20,041	26,713
少数股东损益	452	521	601	681	761
归属母公司净利润	4,560	5,583	10,517	19,361	25,953
EPS(按最新股本计)	2.06	2.40	4.51	8.31	11.14

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,472	18,430	21,711	30,393	44,571
净利润	4,560	5,583	10,517	19,361	25,953
折旧摊销	4,252	4,712	5,747	7,477	9,752
净营运资金增加	6,806	1,067	32,304	42,074	32,465
其他	-2,146	7,068	-26,858	-38,520	-23,598
投资活动产生现金流	1,856	-15,052	-38,975	-20,802	-24,138
净资本支出	-9,612	-13,302	-16,000	-19,100	-22,050
长期投资变化	1,540	4,813	-1,800	-1,500	-2,000
其他资产变化	9,928	-6,563	-21,175	-202	-88
融资活动现金流	4,168	37,431	13,905	33,546	18,479
股本变化	13	121	0	0	0
债务净变化	4,092	18,443	1,669	12,260	-6,098
无息负债变化	16,388	9,817	61,233	86,105	87,533
净现金流	19,511	40,232	-3,359	43,137	38,912

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.1%	27.8%	25.8%	26.4%	25.7%
EBITDA 率	27.4%	26.9%	19.0%	18.6%	17.6%
EBIT 率	17.8%	17.3%	13.7%	14.5%	13.6%
税前净利润率	12.6%	13.9%	11.7%	12.8%	12.5%
归母净利润率	10.0%	11.1%	9.7%	10.7%	10.6%
ROA	4.9%	3.9%	4.9%	5.8%	5.9%
ROE (摊薄)	12.0%	8.7%	14.4%	21.1%	22.4%
经营性 ROIC	15.3%	13.0%	13.2%	16.9%	19.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	56%	66%	72%	73%
流动比率	1.57	2.05	1.50	1.46	1.53
速动比率	1.32	1.81	1.19	1.17	1.22
归母权益/有息债务	3.93	2.28	2.46	2.18	3.22
有形资产/有息债务	9.95	5.35	7.43	8.03	12.30

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	101,352	156,618	229,103	346,730	453,054
货币资金	32,270	68,424	65,065	108,202	147,113
交易性金融资产	1,390	3,288	3,288	3,308	3,358
应收帐款	8,339	11,294	20,821	34,625	46,586
应收票据	9,650	9,877	19,519	35,288	46,747
其他应收款 (合计)	4,569	3,304	6,824	13,722	16,692
存货	11,481	13,225	30,945	51,136	71,351
其他流动资产	1,648	969	2,713	6,308	10,847
流动资产合计	71,695	112,865	153,092	257,277	349,118
其他权益工具	1,531	1,997	1,997	1,997	1,997
长期股权投资	1,540	4,813	6,013	7,513	9,513
固定资产	17,417	19,622	21,015	23,463	27,023
在建工程	1,997	5,750	7,750	10,175	13,488
无形资产	2,302	2,518	3,442	4,443	5,368
商誉	148	148	148	148	148
其他非流动资产	2,249	5,003	24,371	24,371	24,371
非流动资产合计	29,657	43,753	76,010	89,453	103,936
总负债	59,164	87,424	150,326	248,690	330,125
短期借款	2,126	6,335	7,603	18,942	11,822
应付账款	10,692	15,635	33,976	61,075	87,395
应付票据	17,420	15,637	33,819	55,764	72,829
预收账款	6,161	0	0	0	0
其他流动负债	813	3,919	17,825	40,283	67,025
流动负债合计	45,607	54,977	102,280	176,078	228,582
长期借款	4,981	6,068	6,568	7,168	7,868
应付债券	1,508	14,382	14,382	14,382	14,382
其他非流动负债	813	3,919	17,825	40,283	67,025
非流动负债合计	13,557	32,447	48,046	72,612	101,542
股东权益	42,188	69,195	78,777	98,039	122,930
股本	2,208	2,329	2,329	2,329	2,329
公积金	22,728	42,820	42,827	42,827	42,827
未分配利润	13,653	18,641	28,591	46,904	70,994
归属母公司权益	38,135	64,207	73,189	91,771	115,900
少数股东权益	4,053	4,987	5,588	6,269	7,029

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.71%	4.41%	4.25%	4.00%	4.00%
管理费用率	4.00%	3.51%	3.30%	3.10%	3.10%
财务费用率	-1.71%	-1.42%	-0.12%	0.22%	0.14%
研发费用率	6.53%	7.09%	7.00%	6.80%	6.70%
所得税率	13%	13%	12%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.22	0.24	0.45	0.80	1.07
每股经营现金流	6.10	7.91	9.32	13.05	19.13
每股净资产	17.27	27.56	31.42	39.40	49.75
每股销售收入	20.73	21.60	46.55	77.41	105.26

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	239	206	109	59	44
PB	28.6	17.9	15.7	12.5	9.9
EV/EBITDA	89.2	85.6	57.5	35.7	27.7
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE