

2021年06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

与特斯拉签订长协，打开全球市场 买入（维持）

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)	206.02	106.33	61.00	41.98

投资要点

- **事件:** 公司与特斯拉于2021年6月25日签订了《Production Pricing Agreement》，约定将在2022年1月至2025年12月期间向特斯拉供应锂离子动力电池产品。
- **仅1年宁德已成为特斯拉重要供应商，全球份额快速提升。** 2020年2月，公司与特斯拉签订供货协议，2020年Q3正式供货，宁德时代20年装机1.7gwh，占国产特斯拉份额20%，全球份额6%。21年1-5月宁德时代在国内市场配套特斯拉5.7万辆，装机3.1gwh，占特斯拉国内份额47%。21年我们预计宁德可配套国产M3版本20万辆+，对应动力电池需求近14gwh；2H全球份额将超20%。
- **续签4年战略协议，公司获全面认可，或突破海外工厂。** 本次协议供应时间为2022年1月至2025年，长达4年，较此前2年期协议明显延长。其次，本次协议为《Production Pricing Agreement》，与前次《Production Pricing Agreement (China)》相比，不再有国内地区的限制，且本次协议由公司、与特斯拉签订。
- **宁德或进一步打开特斯拉全球市场，成特斯拉全球主供。** 我们预计特斯拉21年全球销量100万辆，对应电池需求65+gwh；25年起400万辆，市占率超20%，对应近300gwh。目前宁德主要配套国产M3铁锂版本，后续三元电池也将切入，2H将成国产特斯拉主供，22年国内份额有望超60%。欧洲方面，宁德21年底德国工厂投产，我们预计宁德有望切入特斯拉德国工厂。美国市场，特斯拉cybertruck今年年底开始交付，在手订单超100万辆，宁德18年已在美国底特律设立子公司。我们预计宁德有望成特斯拉全球主供，份额逐步从20%增长至40-50%。
- **全面领先，与一线车企合作再深化，长期份额有望超预期。** 宁德时代目前国内份额50%左右，海外市场20年开始放量，今年以来，公司与一线车企合作再度深化。长期看，我们预计宁德在国内份额45%以上，海外份额25%以上，全球份额超30%。我们预计公司25年出货400-500gwh，较20年增长近10倍。
- **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，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21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。
- **投资建议:** 行业景气度大超预期，公司预示订单超此前预期，我们预计公司21-23年归母净利润为108.2/188.6/274.0亿元，同比分别94%/74%/45%，对应EPS4.64元/8.10元/11.76元，公司产能扩张加速，全球动力电池龙头地位稳固，未来高增长确定性高，且利润确认相对保守，给予22年80倍PE，对应目标价648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)	493.90
一年最低/最高价	156/502.98
市净率(倍)	18.02
流通A股市值(百万元)	1002489.19

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)	2329.01
流通A股(百万股)	2029.74

相关研究

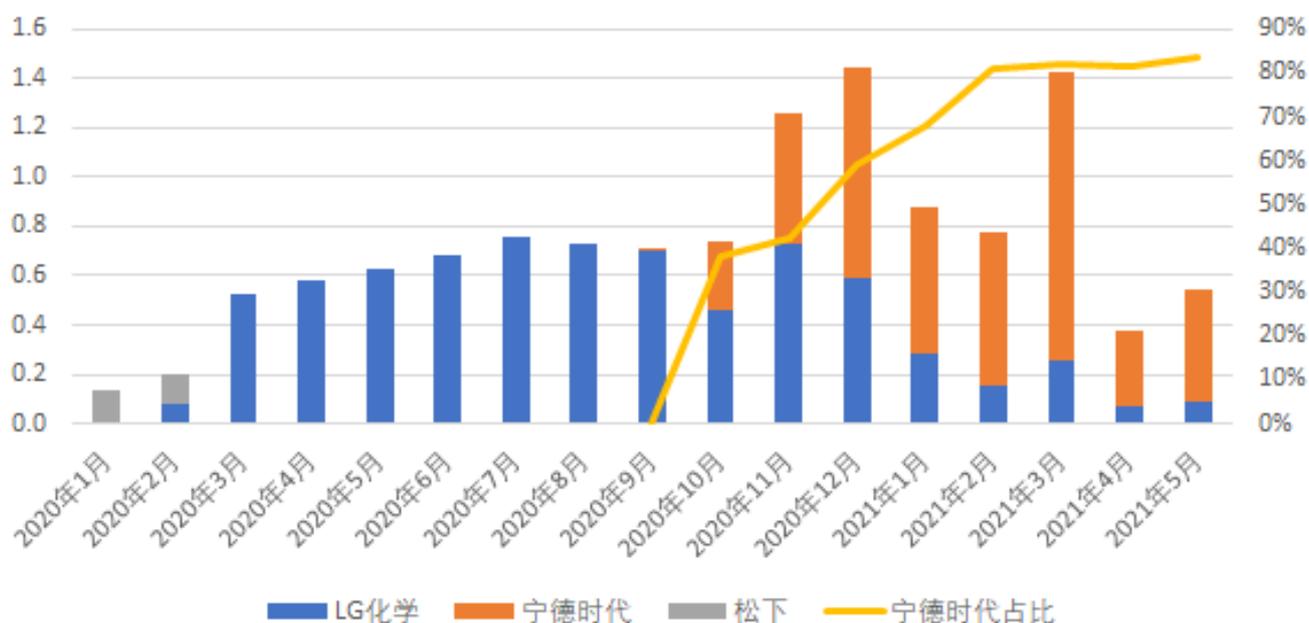
- 1、《宁德时代(300750): 加深车企战略合作，供应链合作加强，全球动力电池龙头全面加速》2021-06-11
- 2、《宁德时代(300750): 2021年一季报点评: 出货创新高，现金流亮眼，全年高增开启》2021-04-30
- 3、《宁德时代(300750): 2020年报点评: 弹药充足，腾飞在即》2021-04-29

事件：公司与特斯拉于2021年6月25日签订了《Production Pricing Agreement》，约定将在2022年1月至2025年12月期间向特斯拉供应锂离子动力电池产品。

仅1年宁德已成为特斯拉重要供应商，全球份额快速提升。2020年2月，公司与特斯拉签订供货协议，有效期为2020年7月1日至2022年6月30日。2020年Q3正式供货，配套国产版Model 3标续版，20年宁德时代共配套3万辆，装机1.7gwh，占国产特斯拉份额20%，全球份额6%。21年1-5月宁德时代在国内市场配套特斯拉5.7万辆，装机3.1gwh，占特斯拉国内份额47%，若考虑出口2.5-3万辆，宁德在国产特斯拉份额超过55%，在全球特斯拉份额达到20%左右。21年我们预计宁德可配套国产M3版本20万辆+，对应动力电池需求近14gwh；2H有望配套MY铁锂版本，则全球份额将超20%，与LG相当，仅供货一年已成为特斯拉重要供应商。

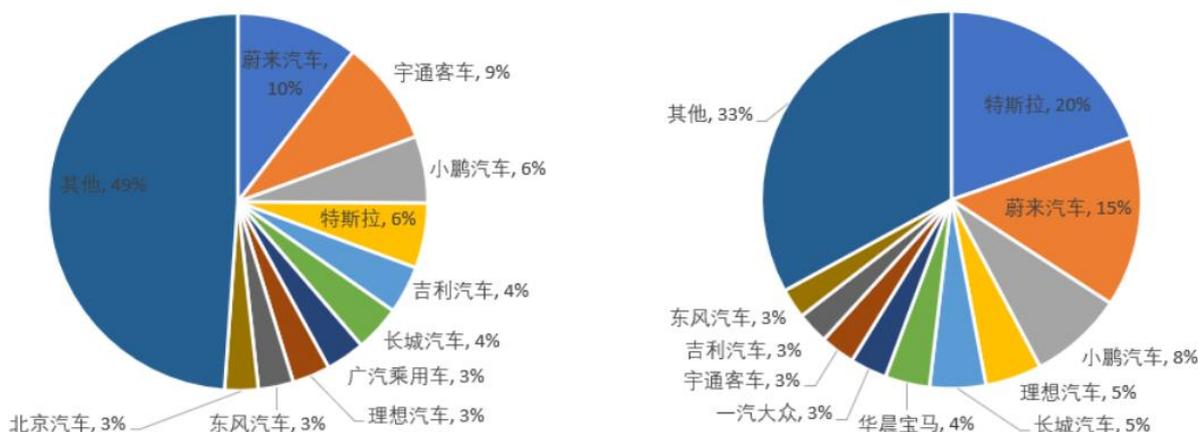
续签4年战略协议，公司获全面认可，或突破海外工厂。本次协议供应时间为2022年1月至2025年，长达4年，较此前2年期协议明显延长，表明特斯拉对公司动力电池的产品质量和生产能力的全面认可。其次，本次协议为《Production Pricing Agreement》，与前次《Production Pricing Agreement (China)》相比，不再有国内地区的限制，且本次协议由公司与特斯拉签订，此前为特斯拉及上海特斯拉，因此我们预计宁德时代后除了供应特斯拉上海工厂，后续还有望突破特斯拉海外工厂。此外，产品方面，除了动力电池之外，特斯拉启停电池也开始使用锂电池替代铅酸电池，在Model S plaid已完成替换；同时特斯拉与宁德时代均将储能作为重要业务之一，与电动车业务协同效应明显，我们预计双方也有望就启停电池及储能电池等业务开展合作。

图1：国内销售Model3配套电池结构（GWh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 2: 宁德时代装机客户结构 (左: 2020 年, 右: 2021 年 1-5 月)



数据来源: GGII, 东吴证券研究所

宁德或进一步打开特斯拉全球市场, 成特斯拉全球主供。我们预计特斯拉 21 年全球销量 100 万辆, 对应电池需求 65+gwh; 25 年超 400 万辆, 市占率超 20%, 对应近 300gwh。目前供应商主要为松下、lg、宁德, 三者份额分别为 55%/25%/20%, 而松下扩产规模小、特斯拉自制电池进度慢, 相对于特斯拉需求高增长, 动力电池严重紧缺。目前宁德主要配套国产 M3 铁锂版本, 2H 或开始配套 MY 铁锂版本, 且后续三元电池也将切入, 2H 将成国产特斯拉主供, 22 年国内份额有望超 60%。欧洲方面, 宁德配套的 M3 已出口, 21 年 11 月特斯拉德国工厂投产, 该工厂规划产能超 50 万辆, 电池供应商尚未确定, 而宁德 21 年底德国工厂投产, 基于双方良好的合作关系, 及宁德产品全方位领先, 我们预计宁德有望切入特斯拉德国工厂。美国市场, 特斯拉 cybertruck 今年年底开始交付, 在手订单超 100 万辆, 电池严重紧缺, 而宁德 18 年已在美国底特律设立子公司, 为客户开发产品, 提供本地化服务, 因此后续我们预计宁德也有望再北美市场实现突破。长期看, 随着欧洲、美国市场突破, 我们预计宁德有望成特斯拉全球主供, 份额逐步从当前 20%增长至 40-50%。

表 1: 特斯拉销量及装机量预测 (万辆, GWh)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
交付量合计	51.1	97.5	151.1	231.6	312.2	407.7
-同比	39%	91%	55%	37%	38%	26%
美国	20.9	36.1	72.1	108.2	140.6	182.8
中国	14.0	27.9	40.1	57.9	75.4	89.5
欧洲	11.5	22.7	35.6	48.3	67.1	93.8
其他	4.7	10.8	14.6	17.2	29.1	41.5
电池需求	34.4	65.5	131.3	188.8	253.2	331.3
-同比	36%	90%	101%	44%	34%	31%
美国	14.6	25.2	72.1	108.2	140.6	182.8
中国	8.4	16.7	24.1	34.8	45.2	53.7
欧洲	8.1	15.9	24.9	33.8	47.0	65.7
其他	3.3	7.6	10.2	12.1	20.4	29.1

数据来源: Marklines, GGII, 东吴证券研究所

全面领先，与一线车企合作再深化，长期份额有望超预期。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，过去三年年获得骄人定点成绩，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。今年以来，公司与一线车企合作再度深化，包括获得现代 23 年纯电平台主供、与特斯拉续签 4 年供货协议、与长城签订 10 年战略协议。长期看，我们预计宁德在国内份额 45%以上，海外份额 25%以上，全球份额超 30%。我们预计公司 25 年出货 400-500gwh，较 20 年增长近 10 倍，五年复合增速 50%+，成长空间确定。同时储能市场开始爆发，公司已提前布局技术、产能、渠道等，后续增量明显。

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 21 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，同比翻倍，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。

表 2: 宁德时代产能规划测算

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S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	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	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

投资评级: 行业景气度大超预期, 公司预示订单超此前预期, 我们预计公司 21-23 年归母净利润为 108.2/188.6/274 亿元, 同比分别 94%/74%/45%, 对应 EPS4.64/8.10/11.76, 公司产能扩张加速, 全球动力电池龙头地位稳固, 未来高增长确定性高, 且利润确认相对保守, 给予 22 年 80 倍 PE, 对应目标价 648 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	1,136	0	0	0
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	7,569	9,953	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(%)	10%	118%	56%	35%
					净利润增长率(%)	22%	94%	74%	45%
					P/E	206.02	106.33	61.00	41.98
					P/B	17.92	16.05	13.46	10.91
					EV/EBITDA	106	58	37	27

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>