

2021 年 08 月 26 日

证券分析师 曾朵红  
执业证号: S06005160800

01  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕  
执业证号: S06005171200

02  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

## 龙头超强盈利抗压能力, 储能+出口亮眼打开成长空间

买入 (维持)

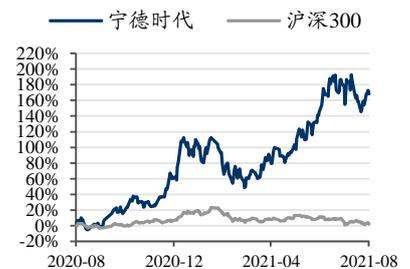
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	50,319	114,196	211,553	312,341
同比 (%)	10%	127%	85%	48%
归母净利润 (百万元)	5,583	11,013	21,329	32,008
同比 (%)	22%	97%	94%	50%
每股收益 (元/股)	2.40	4.73	9.16	13.74
P/E (倍)	217.33	110.18	56.89	37.91

### 投资要点

- **盈利超强抗压能力, 业绩略超市场预期。**2021 年 H1 公司营收 440.75 亿元, 同比增长 134.07%; 归母净利润 44.84 亿元, 同比增长 131.45%; 毛利率为 27.26%, 同比增加 0.11pct; 净利率为 12.08%, 同比增加 0.7pct, 略超市场预期。2021 年 Q2 公司实现营收 249.08 亿元, 同比增加 154.2%, 环比增长 29.95%; 归母净利润 25.29 亿元, 同比增长 111.62%, 环比增长 29.42%。2021Q2 归母净利率 10.15%, 同比下降 2.04pct, 环比下降 0.04pct, 原料涨价下, 盈利抗压能力强。
- **动力电池产量超市场预期, 海外出货亮眼。**2021 年 H1 动力电池系统营收 304.5 亿元, 同比增 126%, 毛利率达 23%, 同比下降 3.5pct。我们预计对应装机量 38-39GWh。结构上, 2021 年 H1 公司海外出货量亮眼, 收入达 102 亿元, 同比增 355%, 毛利率 34.4%, 同比增 5.19pct。国内市场 2021H1 装机 26GWh, 出货接近 30GWh。期末公司已签合同订单 553 亿元, 支撑 2021 年 H2 及 2022 年高增, 我们预计全年动力电池出货将达到 100gwh, 海外超 20gwh。盈利方面我们测算 2021 年 H1 电池均价 0.9 元/wh(含税), 较 2020Q4 持平。原料大幅上涨, 2021H1 电池毛利率 23%, 同比下降 3.5pct, 仍领先同行。
- **储能、锂电材料高增, 其他业务盈利水平大幅提升。**储能 2021H1 营收 46.9 亿元, 同增 728%, 毛利率 37%, 同增 12pct, 表现亮眼, 我们估计对应 5-6gwh 出货, 70%出口, 其中美国为最重要市场, 全年出货我们预计将达 14-16gwh, 长期成长空间打开。锂电业务营收 50 亿元, 同增 304%, 占总营收 11%, 毛利率 21%。其他业务营收 39.5 亿元, 同比 11%, 毛利率 57%。
- **大幅计提减值下净利率维持稳定, 超强现金流体现龙头产业地位。**2021 年 H1 公司期间费用合计 54 亿元, 费用率 12.2%, 同比减 1pct, 其中质保金仍按收入 3%计提。2021 年 H1 资产减值损失 7.5 亿元, 信用减值损失 0.6 亿元, 合计 8.2 亿元。期末应收款及票据 195 亿元, 较年初降 8%; 合同负债 108 亿元, 较年初增 56%; 应付账款及票据 595 亿元, 较年初增 90%; 因此 2021 年 H1 公司经营活动净现金流 257 亿元, 同比大增 342%。
- **盈利预测与投资评级:** 由于下游景气度持续超市场预期, 我们将 2021-2023 年归母净利润由 108.2/188.6/274 亿元上修至 110.1/213.3/320.1 亿元, 同比增长 97%/94%/50%, 对应 PE 为 110x/57x/38x。考虑到公司为电池龙头企业, 积极扩产, 给予 2022 年 80 倍 PE, 对应目标价 733 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 电动车销量不及预期, 竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	521.00
一年最低/最高价	177.91/582.20
市净率(倍)	18.65
流通 A 股市值(百万元)	1057495.18

### 基础数据

每股净资产(元)	29.52
资产负债率(%)	63.67
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): 定增加码产能扩产, 全球龙头优势再强化》2021-08-13

2、《宁德时代 (300750): 与特斯拉签订长协, 打开全球市场》2021-06-29

3、《宁德时代 (300750): 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》2021-06-11 东吴证券研究所

## 内容目录

1. 2021H1 归母净利润 44.84 亿元，龙头呈现超强盈利抗压能力，略好于市场预期.....	4
2. 动力产量超预期，储能、锂电材料高增，其他业务毛利率亮眼.....	4
3. 卓越的现金流及大额递延收益；计提依然较谨慎，报表质量一如既往亮眼.....	11
4. 综合竞争力全球领先，长期成长空间确定性较高.....	14

## 图表目录

图 1: 宁德时代分季度经营情况 (百万元) .....	4
图 2: 宁德时代分业务经营情况 (百万元) .....	4
图 3: 宁德时代历年动力电池收入 (亿元) 及毛利率 (%) .....	5
图 4: 宁德时代电池产销情况 (GWh) .....	6
图 5: 全球电池装机情况 (SNE 口径) .....	6
图 6: 宁德时代季度装机电量 (gwh) .....	6
图 7: 宁德时代季度装机电量 (gwh) .....	7
图 8: 宁德时代客户结构 .....	8
图 9: 2021H1 国内车企及电池企业配套关系 (装机口径) .....	8
图 10: 宁德时代季度装机 Pack 供应情况 (GWh, 含时代上汽) .....	9
图 11: 动力电池季度拆分 .....	9
图 12: 宁德时代产能规划 (GWh) .....	10
图 13: 宁德时代子公司经营情况 .....	11
图 14: 宁德时代费用率 (%) .....	12
图 15: 宁德时代预计负债及递延收益 .....	12
图 16: 宁德时代重要财务指标变化 (亿元) .....	13
图 17: 宁德时代在建工程情况 (亿元) .....	13
图 18: 宁德时代存货明细 .....	14
图 19: 宁德联营企业 .....	14

## 1. 2021H1 归母净利润 44.84 亿元，龙头呈现超强盈利抗压能力，略好于市场预期

2021H1 归母净利润 44.84 亿元，同比增长 131.45%，略好于市场预期。2021 年 H1 公司营收 440.75 亿元，同比增长 134.07%；归母净利润 44.84 亿元，同比增长 131.45%；扣非净利润 39.18 亿元，同比增长 184.64%；盈利能力端，2021 年上半年毛利率为 27.26%，同比增加 0.11pct；2021 年上半年净利率为 12.08%，同比增加 0.7pct，略超市场预期。

21Q2 毛利率维持稳定，好于市场预期。2021 年 Q2 公司实现营收 249.08 亿元，同比增加 154.2%，环比增长 29.95%；归母净利润 25.29 亿元，同比增长 111.62%，环比增长 29.42%，扣非归母净利润 22.46 亿元，同比增长 136.85%，环比增长 34.35%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 27.24%，同比下降 1.81pct，环比下降 0.04pct，毛利率维持稳定；归母净利率 10.15%，同比下降 2.04pct，环比下降 0.04pct；Q2 扣非净利率 9.02%，同比下降 0.66pct，环比提升 0.29pct。

图 1：宁德时代分季度经营情况（百万元）

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	24,907.9	19,166.7	18,797.0	12,693.0	9,798.7	9,030.8
-同比	154.20%	112.24%	45.35%	0.80%	-4.70%	-9.53%
毛利率	27.24%	27.28%	28.36%	27.78%	29.05%	25.09%
归母净利润(百万)	2,529.4	1,954.4	2226.5	1419.6	1195.2	742.0
-同比	111.62%	163.38%	103.14%	4.24%	13.27%	-29.14%
归母净利率	10.15%	10.20%	11.84%	11.18%	12.20%	8.22%
扣非归母净利润(百万)	2,246.4	1,672.1	1,697.28	1,190.78	948.44	428.20
-同比	136.85%	290.50%	78.53%	3.91%	5.05%	-53.24%
扣非归母净利率	9.02%	8.72%	9.03%	9.38%	9.68%	4.74%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 2. 动力产量超预期，储能、锂电材料高增，其他业务毛利率亮眼

分业务看，2021 年上半年动力产量超市场预期，储能、锂电材料高增、其他业务毛利率亮眼。2021 年上半年公司动力电池系统业务实现营收 304.5 亿元，同比增 126%，占总营收 69%，毛利率 23%，同比下降 3.5pct；锂电材料业务实现营收 49.9 亿元，同比大增 304%，占总营收 11%，毛利率 21%，同比增长 2.1pct；储能业务实现营收 46.9 亿元，同比大增 728%，占总营收 10%，毛利率 37%，同比增长 12pct，表现亮眼；其他业务实现营收 39.5 亿元，同比 11%，毛利率 57%。

图 2：宁德时代分业务经营情况（百万元）

	2021H1				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
动力电池	304.51	126%	23.0%	-3.5pct	259.47	26.61%	134.78	26.50%
储能系统	46.93	728%	37%	12pct	13.76		5.67	
锂电材料	49.86	304%	21%	2.1pct	21.94		12.35	
其他业务	39.45	11%	56.7%		19.72		35.49	
分地区								
境内	338.74	104%	25.1%	-1.77pct	258.22	26.83%	165.9	26.87%
境外	102.00	355%	34.4%	5.19pct	56.69	34.07%	22.39	29.20%

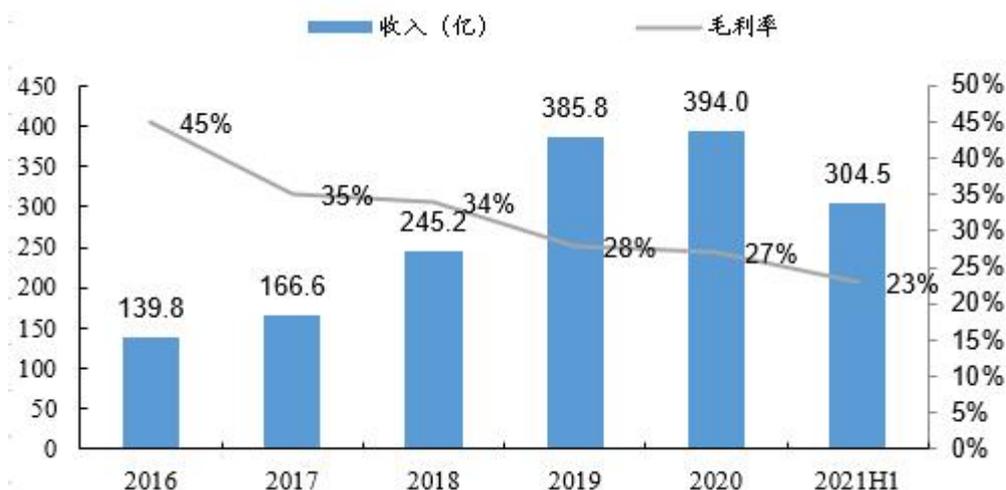
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 1. 动力电池业务：海外加速放量盈利亮眼，整体盈利能力好于市场预期

公司动力电池业务出口加速，原材料价格上涨情况下毛利率略降，境外业务亮眼。公司动力电池业务 2021 年上半年实现营收 304.5 亿元，同比增 126%，环比增长 17%，从盈利水平看，动力电池毛利率达 23%，同比下降 3.5pct，环比下滑 3.6pct，主要受 2021 年上半年原材料价格上涨影响。分区域看，公司境外收入达 102 亿元，同比增 355%，毛利率 34.4%，同比增 5.19pct，我们预计主要为动力电池及储能业务贡献，对应约 10-12gwh，盈利能力亮眼。

1) 2021 年上半年动力电池出货预计近 40gwh，公司满产满销，在手订单充沛：公司 21 年动力电池及储能系统产能 65.45gwh，产量 60.34gwh，同比增 300%，产能利用率高达 92.2%，公司满产满销供不应求；我们预计公司动力电池及储能系统销量 40-42gwh 左右，其中动力电池销 38-39gwh，同比增近 200%，我们预计 Q1-2 分别确认 17.5/21gwh 左右。我们拆分公司出货量主要由几方面构成：一是 21 年公司全球市场装机电量 34gwh，其中国内装机 25.8gwh，海外装机预计达 8-9gwh 左右；二是下游车企提前备货及 2020 年发出商品确认等，我们预计它将贡献 4-5gwh。公司报告期末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 553 万元，在手订单充沛，支撑下半年高速增长。

图 3：宁德时代历年动力电池收入（亿元）及毛利率（%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 4：宁德时代电池产销情况（GWh）

行业分类	项目	单位	2021H1	2020	2019	2018
电池系统	销售量	GWh		46.84	40.96	21.31
	生产量	GWh	60.34	51.71	47.26	26.02
	库存量	GWh		14.17	10.53	5.55

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2021H1 公司全球装机量位居第一，装机量市占率大幅提升至 30%+。根据 SNE 口径，宁德时代 2021H1 全球装机量为 34GWh，同比大增 234%，领先于 LG(28gwh)、松下(17gwh)，在全球装机量份额 30%，相较于 2020 年市场份额提升 5pct，主要受益于公司电池出口大增，全球龙头地位进一步体现。我们认为公司在国内市场装机量份额可长期维持 50%左右，欧洲市场装机量份额将继续提升，美国市场有望突破，因此我们预计公司在全球范围内装机量份额将逐步提升至 30%-35%，全球龙一地位稳固。

图 5：全球电池装机情况（SNE 口径）



数据来源：SNE、东吴证券研究所

2021H1 公司国内装机量市占率仍维持 50%，龙头地位稳固。国内市场 2021H1 新能源车销量 120.6 万辆，同比大增 202%，电动化率提升至 11.15%，同比提升 6.9pct，总装机电量 52gwh，同比大增 200%，电动化进程加速。根据动力电池产业创新联盟数据，公司 2021H1 国内装机电量 25.76gwh，同比大增 153%，装机量市占率 49%，较 20 年持平微降。根据动力电池产业创新联盟数据，分季度看，2021Q1 装机量 12.2gwh，同比大幅增长，2021Q2 装机量 13.5gwh，环比提升 10%。根据 GGII 数据，分产品来看，2021H1 宁德的铁锂装机 8.84gwh，同比增长 195%，装机量市占率 51%，较 2020 年下降 10pct，主要受国内比亚迪等厂切换铁锂影响；三元电池 2021H1 装机 13.56gwh，同比增长 141%，装机量市占率 47%，较 2020 年提升 2pct，龙头地位稳固。

图 6：宁德时代季度装机电量（gwh）



数据来源：高工锂电、东吴证券研究所

图 7：宁德时代季度装机电量 (gwh)

磷酸铁锂			三元		
	2021H1装机电量	市占率		1-6月累计	市占率
宁德时代	8.84	50.86%	宁德时代	12.35	42.75%
比亚迪	4.79	27.56%	宁德时代(含时代上汽, 江苏时代)	13.56	46.94%
国轩高科	2.00	11.51%	LG化学	4.62	15.99%
瑞浦能源	0.42	2.42%	中航锂电	3.22	11.15%
亿纬锂能	0.37	2.13%	比亚迪	1.83	6.33%
<b>合计</b>	<b>16.42</b>	<b>94.48%</b>	蜂巢能源	0.76	2.63%
	17.38		<b>合计</b>	<b>22.78</b>	<b>78.85%</b>
				28.89	

磷酸铁锂			三元		
	2020年装机电量	市占率		2020年装机电量	市占率
宁德时代	13.59	60.66%	宁德时代	15.72	40.45%
比亚迪	3.67	16.38%	宁德时代(含时代上汽, 江苏时代)	17.32	44.57%
国轩高科	2.81	12.54%	LG化学	6.55	16.84%
瑞浦能源	0.43	1.92%	中航锂电	3.66	9.43%
亿纬锂能	0.64	2.85%	比亚迪	5.30	13.64%
<b>合计</b>	<b>21.14</b>	<b>94.36%</b>	孚能科技	0.87	2.24%
	22.40		<b>合计</b>	<b>32.10</b>	<b>82.60%</b>
				38.86	

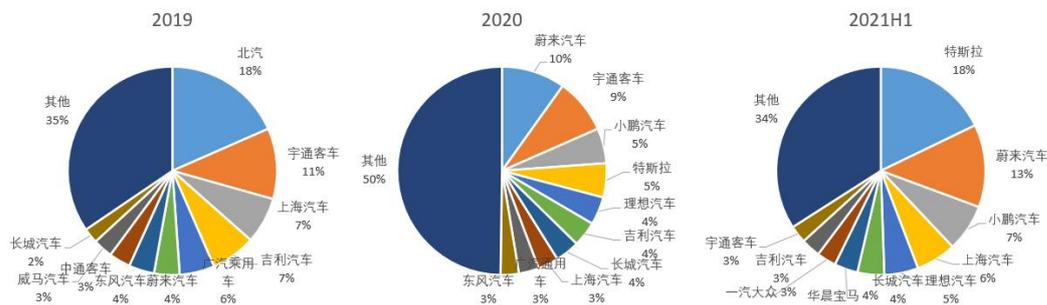
  

合计			合计		
	1-6月累计	市占率		2020年装机电量	市占率
宁德时代	20.99	45.25%	宁德时代	29.88	47.54%
宁德时代(含时代上汽, 江苏时代)	22.39	48.26%	宁德时代(含时代上汽, 江苏时代)	31.48	50.09%
比亚迪	6.63	14.29%	比亚迪	9.01	14.33%
LG化学	4.62	9.96%	LG化学	6.55	10.41%
中航锂电	3.40	7.33%	中航锂电	3.82	6.08%
国轩高科	2.25	4.85%	国轩高科	3.24	5.15%
<b>合计</b>	<b>37.89</b>	<b>81.68%</b>	<b>合计</b>	<b>52.49</b>	<b>83.51%</b>
	46.39			62.85	

数据来源：高工锂电、东吴证券研究所

**TOC 端市场高增长，特斯拉、造车新势力放量占宁德时代装机比提升。** 2021H1 宁德的客户结构变化显著，特斯拉、新势力等车企占宁德时代装机比大幅提升，公司 toC 端优势明显。从国内装机角度看，2021H1 宁德的第一大客户为特斯拉，受益于特斯拉磷酸铁锂版 model3 放量，特斯拉配套装机量 3.99gwh，占装机比 17.8%；第二大客户为蔚来汽车，配套 2.88gwh，占装机比 12.9%；第三大客户为小鹏汽车，配套 1.64gwh，占装机比 7.3%；其次为上汽、理想、长城、华晨宝马等。2021H1 特斯拉与造车新势力销量高增，公司深度绑定下游大客户，为蔚来、理想独供，小鹏主供，占特斯拉装机比例提升至 47%，公司 toC 端优势明显。

图 8: 宁德时代客户结构



数据来源: 高工锂电、东吴证券研究所

图 9: 2021H1 国内车企及电池企业配套关系 (装机口径)

	宁德时代	比亚迪	LG化学	中航锂电	国轩高科	蜂巢能源	亿纬锂能	孚能科技	星恒电源	瑞浦能源	天津德威	力神	多氟多	欣旺达	松下	其他
<b>乘用车</b>	<b>42.86%</b>	<b>14.82%</b>	<b>11.22%</b>	<b>8.20%</b>	<b>4.49%</b>	<b>1.84%</b>	<b>1.22%</b>	<b>1.67%</b>	<b>1.31%</b>	<b>1.81%</b>	<b>3.43%</b>	<b>0.68%</b>	<b>0.87%</b>	<b>0.45%</b>	<b>0.41%</b>	<b>4.72%</b>
特斯拉	46.71%	53.29%														
比亚迪		100.00%														
广汽乘用车	2.42%			82.14%			15.44%									
上汽通用五菱	7.11%			6.55%	39.50%			20.23%	17.17%			0.01%	1.35%			8.09%
长城汽车	49.34%					40.44%		1.08%		8.86%						0.29%
长安汽车	25.28%	4.47%		62.49%	5.76%			0.40%			8.86%	0.01%				1.58%
吉利汽车	70.06%		0.01%	14.32%	0.01%							1.94%	0.00%	9.46%		4.19%
奇瑞汽车	9.49%				28.47%						14.16%					16.61%
上海汽车	88.99%															11.01%
北京汽车	85.37%	0.15%		0.11%			14.34%									0.04%
北汽新能源	63.22%				30.44%		6.33%									
东风汽车	79.80%	0.05%								0.23%		14.90%				5.03%
中国一汽	48.21%	0.81%						24.57%	15.64%							10.77%
其他	8.58%			0.29%	28.02%		0.15%	7.12%		1.83%	3.36%	8.90%		9.59%		32.15%
蔚来汽车	100.00%															
小鹏汽车	76.57%					23.39%										0.04%
威马汽车	34.26%								36.59%			0.02%				29.13%
理想汽车	100.00%															
合众新能源	66.02%			0.02%							15.78%					18.17%
零跑汽车	74.54%			22.58%								1.77%				1.11%
其他	34.92%	12.76%		6.38%	11.79%		0.07%	1.78%		18.54%		2.28%		0.33%		11.15%
一汽大众	100.00%															
华晨宝马	100.00%															
上汽大众	100.00%															
广汽丰田	2.50%			75.10%											22.39%	
上汽通用	80.14%		19.86%													
北京奔驰	98.73%															1.27%
北京现代	100.00%															
其他	31.90%			22.78%	0.47%							6.88%			21.38%	16.59%
<b>客车</b>	<b>67.02%</b>	<b>13.31%</b>		<b>0.23%</b>	<b>5.16%</b>		<b>8.75%</b>			<b>0.16%</b>		<b>0.38%</b>				<b>4.99%</b>
宇通客车	86.10%				10.33%		0.92%			0.36%						2.28%
中通客车	79.63%			0.02%	16.65%							3.45%				0.25%
比亚迪		100.00%														
中车时代	100.00%															
南京金龙	22.94%					74.34%										2.72%
厦门金龙	85.56%			0.21%												14.22%
广汽比亚迪		100.00%														
苏州金龙	99.37%															0.63%
其他	73.88%	0.70%		0.62%	4.63%		9.40%			0.24%		0.19%				10.34%
<b>专用车</b>	<b>57.98%</b>	<b>3.32%</b>		<b>0.80%</b>	<b>13.24%</b>	<b>0.15%</b>	<b>3.65%</b>	<b>0.06%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.01%</b>		<b>9.91%</b>	<b>0.07%</b>	<b>0.01%</b>		<b>10.71%</b>
东风汽车	30.93%			8.17%			16.66%						2.25%	0.37%		41.61%
北汽福田	36.26%	0.12%										61.97%				1.65%
吉利商用车	48.54%				37.65%		12.89%		0.85%				0.07%			
南京金龙	84.42%						11.45%									4.13%
其他	63.31%	4.86%		0.01%	15.72%	0.22%	0.65%	0.08%	0.04%	0.01%	0.01%	5.81%	0.05%	0.02%		9.21%
<b>所有车型总计</b>	<b>48.29%</b>	<b>14.29%</b>	<b>9.96%</b>	<b>7.33%</b>	<b>4.86%</b>	<b>1.64%</b>	<b>1.88%</b>	<b>1.48%</b>	<b>1.16%</b>	<b>1.62%</b>	<b>0.98%</b>	<b>0.99%</b>	<b>0.77%</b>	<b>0.40%</b>	<b>0.37%</b>	<b>3.98%</b>

数据来源: 高工锂电、东吴证券研究所

原材料价格上涨影响下,动力电池毛利率略降符合市场预期,出口毛利率尤为亮眼。我们测算 21 年上半年公司动力电池均价 0.9 元/wh (含税),较 2020 年 Q4 基本持平,原材料价格影响下价格维持稳定。21 年上半年动力电池毛利率 23%,同比下降 3.5pct,主要受原材料涨价影响。而出口盈利水平亮眼,21 年上半年公司境外收入 102 亿元,同比+355%,我们预计对应电池出货量 12-13gwh,其中动力电池 9gwh,规模效应开始体现,

且海外市场价格较好，公司 21 年上半年毛利率达 34.4%，同比+5.19pct。我们预计 2021 年公司海外动力电池出货将超 20gwh，可提升公司盈利水平，22 年公司德国工厂投产，海外出货市占率有望快速提升。

图 10: 宁德时代季度装机 Pack 供应情况 (GWh, 含时代上汽)

		2019年		2019H1		2019H2		2020年		2020H1		2020H2		2021H1	
		装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%
合计	三元	20.52	64%	10.2	75%	10.32	56%	17.32	56%	5.51	65%	11.81	53%	13.55	61%
	铁锂	11.42	36%	3.44	25%	7.98	44%	13.59	44%	3.00	35%	10.59	47%	8.84	39%
	总计	<b>31.94</b>	<b>100%</b>	<b>13.64</b>	<b>100%</b>	<b>18.3</b>	<b>100%</b>	<b>30.91</b>	<b>100%</b>	<b>8.51</b>	<b>100%</b>	<b>22.40</b>	<b>100%</b>	<b>22.39</b>	<b>100%</b>
Pack+电芯	三元	5.51	17%	2.5357	19%	2.97	16%	4.79	15%	1.75	21%	3.04	14%	3.27	15%
	铁锂	10.86	34%	3.31	24%	7.5485	41%	10.63	34%	2.84	33%	7.79	35%	3.86	17%
	总计	<b>16.36</b>	<b>51%</b>	<b>5.8457</b>	<b>43%</b>	<b>10.52</b>	<b>57%</b>	<b>15.42</b>	<b>50%</b>	<b>4.59</b>	<b>54%</b>	<b>10.83</b>	<b>48%</b>	<b>7.13</b>	<b>32%</b>
仅电芯	三元	15.01	47%	7.6643	56%	7.35	40%	12.53	41%	3.76	44%	8.77	39%	10.28	46%
	铁锂	0.56	2%	0.13	1%	0.4315	2%	2.96	10%	0.16	2%	2.80	13%	4.98	22%
	总计	<b>15.58</b>	<b>49%</b>	<b>7.7943</b>	<b>57%</b>	<b>7.78</b>	<b>43%</b>	<b>15.49</b>	<b>50%</b>	<b>3.92</b>	<b>46%</b>	<b>11.57</b>	<b>52%</b>	<b>15.26</b>	<b>68%</b>

数据来源: 高工锂电、东吴证券研究所

图 11: 动力电池季度拆分

宁德时代季度业绩拆分	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
<b>1.动力电池系统</b>					<b>14%</b>
收入 (百万)	<b>6,581</b>	<b>9,865</b>	<b>16,083</b>	<b>14,251</b>	<b>16,200</b>
-同比增长	-23%	-10%	50%	107%	146%
-环比增长	-5%	50%	63%	-11%	14%
产量 (gwh)	9.00	16.00	20.00	24.00	30.00
销量 (gwh)	<b>7.59</b>	<b>11.80</b>	<b>17.43</b>	<b>17.50</b>	<b>21.00</b>
-同比增长	-11%	1%	46%	130%	177%
-环比增长	0%	55%	48%	0%	20%
-磷酸铁锂	3.00	4.00	6.93	7.50	10.00
-三元PACK	1.40	2.20	3.50	3.00	3.50
-三元模组 (电芯)	3.19	5.60	7.00	7.00	7.50
装机电量	<b>6.70</b>	<b>9.20</b>	<b>16.40</b>	<b>15.00</b>	<b>19.10</b>
-增长	-20%	16%	45%	329%	185%
均价 (不含税, 元/wh)	0.87	0.84	0.82	0.81	0.77
均价 (含税, 元/wh)	<b>0.98</b>	<b>0.94</b>	<b>0.92</b>	<b>0.92</b>	<b>0.87</b>
-降价幅度	-14%	-11%	-9%	-10%	-15%
-磷酸铁锂价格 (含税, 元/wh)	1.00	0.97	0.97	0.90	0.83
-三元PACK价格 (含税, 元/wh)	1.13	1.09	1.09	1.09	1.05
-三元模组 (电芯) 价格 (含税,	0.89	0.87	0.87	0.87	0.84
均成本 (不含税, 元/wh)	0.62	0.61	0.60	0.62	0.60
-成本下降幅度	-11.8%	-9.8%	-6.6%	-9%	-4%
毛利率	<b>28.08%</b>	<b>26.50%</b>	<b>26.65%</b>	<b>24.00%</b>	<b>22.12%</b>
毛利 (百万)	<b>1,848</b>	<b>2,614</b>	<b>4,286</b>	<b>3,420</b>	3,583

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2025 年规划产能近 600gwh, 全球龙头优势再扩大。公司截至 2021 年 8 月 25 日有 7 大主要基地, 包括宁德章湾区 (东桥/湖东/湖西)、宁德车里湾、宁德福鼎、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂, 合计规划产能超过 500gwh; 考虑合资产能, 公司产能规划

近 600gwh，在全球电池企业中规划产能最大（1g 规划 2025 年产能达到 430gwh，SK 规划 2025 年产能 200gwh）。2020 年底公司产能 117gwh（独资 100gwh），21 年上半年公司产能年化达 131gwh，92.5gwh 在建，2021 年底我们预计扩至 200gwh 左右。此外公司再扩湖西基地、溧阳四期、宁德福鼎基地、车里湾基地、肇庆基地，到 2025 年规划产能将近 600gwh，满足公司在手订单需求，可支撑公司保持全球 30%以上装机份额。

图 12：宁德时代产能规划（GWh）

电池企业	持股	基地	规划产能	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
宁德时代	独资	宁德东桥	1	1	1	1	1	1	1
		宁德湖东M区	7	7	7	7	7	7	7
		宁德湖东N区	18	18	18	18	18	18	18
		宁德湖东E区	12	8	12	12	12	12	12
		宁德湖西一期	11	11	11	11	11	11	11
		宁德湖西二期	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）	18	12	18	18	18	18	18
		宁德湖西扩建二期	2			2	2	2	2
		溧阳一期	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	30			8	16	30	30	
	青海时代	15	5	15	15	15	15	15	
	德国图林根一二期	100		4	14	40	50	100	
	四川时代一二期	33			10	30	33	33	
	四川时代三四期	33				10	30	33	
	四川时代五六期	40					10	30	
	宁德车里湾基地	15			8	15	15	30	30
	宁德福鼎基地	60				6	20	30	60
广东肇庆一期	30					20	30	30	
合计			484	99	163	224	327	409	499
合资	时代上汽	36	18	22	28	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	5			5	5	5	5	
	时代一汽	15			10	15	15	15	
	时代一汽二期	17					10	17	
	合计		93	18	32	63	76	86	93
独资+合资合计		577	117	195	287	403	495	592	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 2. 储能业务：同比高增，盈利能力亮眼超预期

储能业务持续高速增长，毛利率大幅提升。2021 年上半年营收 46.9 亿元，同比大

增 728%，出货量预计 4-5gwh，均价 1 元/wh 左右，毛利率达 37%以上，同比增 12pct，规模效应下盈利能力提升明显，超市场预期，公司现已出货多个百兆瓦时级项目，与多家客户建立长期战略合作伙伴关系，开展全方位深度合作，在储能市场高增长的背景下，公司由提供储能电芯向储能系统转变。我们预计 2021 年是储能市场高增长的元年，公司将同时受益于海外及国内电网侧储能采购，有望实现较高速地增长，我们预计 2021 年公司储能出货量有望超过 14-16gwh。

### 3. 其他业务：锂电材料同比高增，其他业务贡献稳定利润

**锂电材料业务同比高增，盈利能力亮眼，产能扩张加速。**2021 年上半年锂电材料业务营收 50 亿元，同比高增 304%，其中，子公司湖南邦普 2021 年上半年实现营收 47.7 亿元，同比增长 183%，净利润 6.9 亿元，同比增长 392.5%，对应净利率 14.5%，环比提升 5pct，盈利能力亮眼。根据物理化学协会数据，邦普 2021 年上半年三元前驱体产量 2.8 万吨，同比增 120%，市场份额 10%，其中 Q1 受老厂爆炸影响 15%左右产能，Q2 恢复，下半年随着产能释放，全年我们预计有望出货 7 万吨；此外公司正极产能逐步释放，2021 年上半年正极材料产量 0.9 万吨。盈利能力端，2021 年钴、镍等金属价格上涨，前驱体单价环比增长，受益于产能利用率提升及部分库存收益，邦普盈利水平回升明显。同时公司在福鼎布局 12 万吨前驱体及正极产能，我们预计将从 2021 年底逐步释放，支持公司锂电材料业务持续增长。

图 13：宁德时代子公司经营情况

公司名称	2021H1					2020H2			2020H1		
	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率
江苏时代	107.2	416%	19.32	491%	18.02%	62.38	12.72	20.39%	20.76	3.27	15.75%
湖南邦普	47.66	183%	6.90	393%	14.48%	28.52	2.65	9.29%	16.87	1.40	8.30%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**其他业务收入稳定增长。**该业务包括技术许可费、废料处理、研发服务等，2021 年上半年营收 39 亿元，同比增 11%，毛利率 56.7%。此前公告公司与 ATL 就锂离子电池相关技术进行交叉技术许可，有效期 10 年，ATL 每年向公司支付 1.5 亿美元的费用（折合人民币 10 亿元左右），下半年 ATL10 亿元技术授权费有望增厚本项业务，我们预计全年贡献收入 80 亿元以上，同比+30-40%。

### 3. 卓越的现金流及大额递延收益；计提依然较谨慎，报表质量一如既往亮眼

**2021 年上半年费用控制良好，持续加大研发投入。**2021 年 H1 公司期间费用合计 53.9 亿元，同比增长 115.73%，费用率为 12.23%，同比下降 1.04pct。2021 年 H1 销售费用 15.93 亿元，销售费用率 3.61%，同比降 0.59pct，其中售后综合费用 10.6 亿元，同比增长 155%，占动力电池及储能系统收入比重 3%，保持足额计提；管理费用 14.25 亿

元，管理费用率 3.23%，同比降 1.07pct；财务费用-4.23 亿元，财务费用率-0.96%，研发费用 27.94 亿元，研发费用率 6.34%，公司研发人员 7878 人，较上年末提升 41%。

图 14: 宁德时代费用率 (%)

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	352.57	439.57	508.93	915.64	691.75	901.47
-销售费用率	3.90%	4.49%	4.01%	4.87%	3.61%	3.62%
管理费用	412.75	396.92	344.58	613.87	717.16	708.14
-管理费用率	4.57%	4.05%	2.71%	3.27%	3.74%	2.84%
研发费用	638.66	659.79	821.71	1,449.22	1,180.79	1,612.97
-研发费用率	7.07%	6.73%	6.47%	7.71%	6.16%	6.48%
财务费用	-139.68	-262.23	-289.31	-21.42	-199.35	-223.25
-财务费用率	-1.55%	-2.68%	-2.28%	-0.11%	-1.04%	-0.90%
期间费用	1,264.29	1,234.05	1,385.91	2,957.31	2,390.35	2,999.32
-期间费用率	14.00%	12.59%	10.92%	15.73%	12.47%	12.04%
资产减值损失	-96.90	-241.44	-479.42	-9.73	-255.91	-498.19
信用减值损失	-8.85	-113.17	-74.22	-145.75	-66.95	3.69

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司财务处理稳健，质保金、减值损失计提严谨，递延收益大幅增加。公司期末质保金余额 48.9 亿元，新增 9.6 亿元，较 20 年增长 200%+；售后返利余额 38.2 亿元，新增 9.5 亿元，会计处理稳健。期末，公司递延所得税资产 38.9 亿元，较年初增长 22.71%，公司 2021 年上半年计提资产减值损失 7.5 亿元，主要为存货跌价损失及合同履行成本减值损失；计提信用减值损失 0.6 亿元，合计 8.2 亿元，同比增长 78%。2021 年上半年新增递延收益 24.8 亿元，期末余额达 64 亿元，同比大幅增加，主要与资产相关的政府补助，自相关资产可供使用时起，在该项资产使用寿命内平均分配计入当期营业外收入，随着公司产能落地，我们预计将进一步增厚公司盈利能力。

图 15: 宁德时代预计负债及递延收益

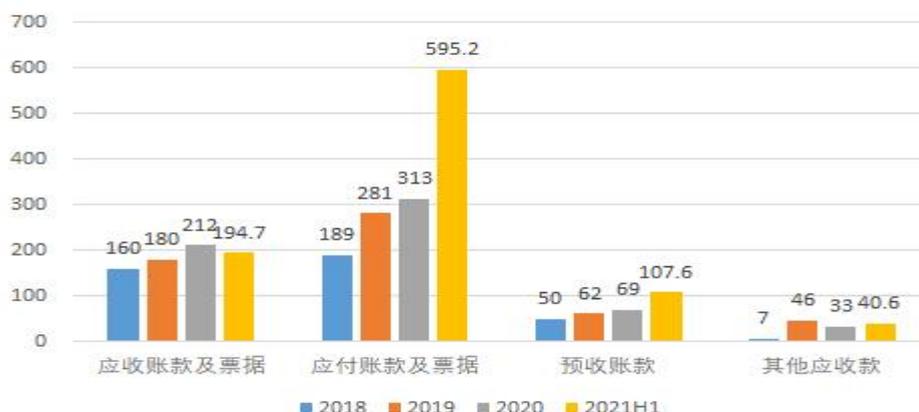
	2018年	2019年	2020年	2021H1
质保金额	16.8	28	39.3	48.9
-质保金新增	6	11.1	11.3	9.6
售后返利余额	8.3	24.9	28.7	38.2
-售后返利新增	1.2	16.6	3.7	9.5
所得税递延	12.4	20.8	31.7	38.9
所得税	4.7	7.5	8.8	10.1
递延收益	6.1	8.1	39.2	64.0

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

现金流大幅提升，优质动力电池供不应求，公司议价能力进一步增强。期末公司应收账款及票据 194.7 亿元，较年初下滑 8%，应收账款及票据周转天数 159 天，较 2020 年明显缩短；公司应付账款及票据 595 亿元，较年初增长 90%；合同负债 108 亿元，同比增 56%，上下游占款进一步提高，体现公司超强的议价能力；期末公司其他应收款 40.6 亿元，较年初上升 22.8%。2021 年上半年公司经营活动净现金流为 257.42 亿元，同比上升 341.81%，销售商品收到现金/收入为 116%，较此前进一步提升，现金流情况亮眼；

投资活动净现金流出 251.27 亿元，同比上升 893.99%，主要是公司加大产能建设投资及股权投资。账面现金为 746.87 亿元，较年初增长 9.15%，在手现金充沛，短期借款 79.36 亿元，较年初增长 25.28%。

图 16: 宁德时代重要财务指标变化 (亿元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**扩产加速, 远期产能规划清晰。**2021 年上半年公司资本开支 201 亿元, 同比增 289%, 2021 年上半年在建工程余额达 109 亿元, 其中转固 32 亿元, 本期新增 105 亿元, 主要是为新增产能增加投资。公司产能规划近 600gwh, 在建产能 92gwh, 包括福鼎时代 (总规划 60gwh)、湖西扩建一二期 (总规划 20gwh)、蕉城时代 (总规划 15gwh)、四川时代一二期 (总规划 30gwh)、时代广汽 (总规划 10gwh), 新津时代 (我们预计 5gwh), 2021 年底我们预计扩至 200gwh 左右, 在建的车里湾基地、四川时代、溧阳四期、宁德福鼎、广东肇庆基地预计从 2022 年开始陆续投产, 2022 年年底产能我们预计接近 300gwh。

图 17: 宁德时代在建工程情况 (亿元)

项目	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转固金额	期末余额	比例
欧洲生产研发基地项目	144.45	8.00	6.82	1.21	13.61	15%
福鼎时代锂离子电池生产基地项目	183.73	0.00	8.26	0.00	8.26	5%
宁德时代湖西锂离子电池扩建项目 (一、二期)	82.35	15.84	36.98	21.91	30.91	72%
宁德蕉城时代锂离子动力电池生产基地项目	73.20	0.00	9.91	3.05	6.86	14%
四川时代动力电池 (宜宾) 项目二期	51.00	0.38	7.07	0.28	7.17	15%
四川时代动力电池 (宜宾) 项目一期	49.00	5.61	19.14	0.48	24.26	55%
时代广汽动力电池项目	46.26	2.09	10.35	0.29	12.15	27%
新津时代电池生产项目	16.80	0.00	6.64	0.47	6.17	40%
<b>合计</b>	<b>646.78</b>	<b>31.93</b>	<b>105.16</b>	<b>27.69</b>	<b>109.40</b>	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**存货高增, 库存商品增长明显, 下半年高增可期。**期末存货为 242 亿元, 较年初增加 83%; 其中原材料期末账面价值达 47 亿元, 同比增长 111%; 库存商品期末账面价值达 107 亿元, 同比增长 142%, 对应约 12gwh 电池, 主要由于 2021 年下半年行业需求旺盛, 公司提前备货, 相当于 1 个月库存, 处于合理库存水平; 发出商品 45 亿元, 同比

增长 23%，我们预计对应约 6+GWh 电池。2021 年上半年公司电池系统存货我们预计近 20gwh，我们预计发出商品 6gwh+，库存商品 12gwh，为 2021 年 H2 高增长奠定基础。

图 18: 宁德时代存货明细

存货明细 (亿元)	2021H1		2021底
	金额	较年初变化	金额
原材料	47.3	111%	22.5
在产品	1.2	-66%	3.5
库存商品	107.4	142%	44.4
周转材料	0.8	164%	0.3
合同履约成本	7.2	24%	5.8
发出商品	45.1	23%	36.7
自制半成品	27.2	79%	15.2
委托加工物资	5.3	42%	3.7
<b>合计</b>	<b>241.7</b>	<b>83%</b>	<b>132.2</b>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 4. 综合竞争力全球领先，长期成长空间确定性较高

**积极布局下游、开展产业链投资，整合优质资源。**公司积极开展储能及运营等市场合作、围绕主业进行产业链投资。2021 年 4 月公司投资工业智能装备及自动化装备，同时 2021 年 4 月通过议案，公司拟出资 190 亿元，对产业链上市公司进行投资，主要为进一步整合产业链上优势资源，推动公司全球化战略布局，保障关键资源供应，并加强供应链管理。

图 19: 宁德联营企业

	进入时点	主营业务	投资额
普莱德	2016年3月	新能源汽车动力电池系统PACK的设计、研发、生产、销售与服务	6750万
Valmet Automotive	2017年1月	汽车整车及相关零部件的设计、制作等	3000万欧元
上汽时代	2017年5月	动力电池系统的开发、生产及销售	1.47亿元
North American Lithium	2018年3月	锂矿	3.5亿
北京新能源汽车技术创新中心	2017年11月	技术开发与技术咨询	3000万
晋江闽投电力储能科技有限公司	2018年6月	储能电池系统, 咨询服务	4400万
湖北格林邦普	2017年11月	新能源材料研发, 回收三元正极材料并再生产	3200万
宁乡金锂邦普	2018年9月	环保材料研发, 污水处理等	1000万
南京卡睿创新	2018年8月	企业管理, 商务咨询	1500万
North American Nickel	2018年4月	镍矿	1500万加元
宜宾天宜锂业	2019年11月11日	碳酸锂和氢氧化锂生产	1.05亿
曲靖麟铁	2019年5月12日	磷酸铁锂生产, 首期规划年产能1万吨	4000万
宁德智享无限	2019年7月1日	二轮车换电服务商, 面向二轮车及三轮车提供更换电池产品服务	3.35亿
福建时代星云科技	2019年1月21日	深耕储能领域, 风光储充测一体化智能电站、家庭智能后备电源系统、基站智能后备电源系统	2000万
广汽时代	2018年7月19日	动力电池系统的开发、生产、销售	4900万
美青邦工程服务	2019年8月	工程咨询	3000万
无锡琅村投资中心	2018年12月1日	投资	550万
Pilbara Minerals	2019年9月4日	锂矿	5500万澳元
宁波邦普	2019年9月16日	锂电池材料	17.64亿
融和电科融资租赁	2019年9月	融资租赁	1.25亿
福建闽东时代乡村投资发展合伙企业(有限合伙)	2020年3月26日	创业投资业务	4.99亿
国网时代(新疆)	2020年3月	储能项目的投资、建设、运营	1200万
国网时代(福建)	2020年4月	储能项目的投资、建设、运营	1600万
安脉时代	2020年7月	智能制造	1960万
蔚能	2020年8月	电池租用服务BaaS	2亿
时代吉利	2020年9月1日	电池生产、开发、销售	5亿
时代智慧科技	2020年9月21日	电池、充电桩、设备等销售	1亿
宁德文达镁铝	2020年11月1日	有色金属、合成材料	3亿
天津市滨海产业基金管理有限公司	2020年8月18日	私募基金管理服务	2000万
河南跃新时代新能源科技有限公司	2020年6月28日	电动化无人矿卡和无人矿山技术研发	2000万
升华新材	2021年1月11日	正极材料	2000万
新能易事特(扬州)科技有限公司	2021年4月20日	电池制造和销售; 变压器、整流器和电感器制造	1000万
福建永福电力设计股份有限公司	2021年2月	建设工程设计和勘察	6000万
福建宏大时代新能源科技有限公司	2020年12月16日	科技推广和应用服务	780万
常州孟腾智能装备有限公司	2021年4月	工业智能装备及自动化装备的生产、销售	125万
重庆蚂蚁消费金融有限公司	2021年6月4日	发放个人消费贷款	6.4亿
小美人寿保险有限责任公司	2021年7月	人寿保险、健康和意外伤害保险等保险业务	9亿

数据来源: GGII、东吴证券研究所

**全面领先, 全球龙头地位确立, 长期成长空间较大。**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2020年国内装机量份额50%左右, 海外市场2020年开始放量, 客户包括特斯拉、宝马、大众、通用、PSA、现代、丰田等, 多点开花, 2021-2025年订单可见度高。长期看, 我们预计宁德在国内装机份额45%以上, 海外装机份额25%以上。我们预计公司2025年出货500gwh+, 较2020年增长10倍, 成长空间广阔。同时储能市场开始高速增长, 公司已提前布局技术、产能、渠道等, 后续增量明显。

**全球电动车销量亮眼, 我们预计公司2021-2022年出货连续高增。**2021年中、欧、美均为电动车销量大年, 国内市场我们预计销量超过300万辆, 同比增125%; 欧洲市场预计销210-220万辆, 同比增69%; 美国市场预计销70万辆, 同比增长116%, 全球合计超600万辆, 同比接近翻倍增长, 对应动力电池需求超250gwh。同时新车型密集推出, 造车新势力如火如荼, 传统车企加速转型, 全球电动化势不可挡, 我们预计未来10年电动车渗透率将加速提升。因此我们预计受益于国内市场及全球化采购, 我们预计公司2021年电池出货量有望达到115gwh, 同比增125%+, 其中国内市场动力出货80gwh, 海外动力市场出货20gwh, 储能及两轮车有望达到15gwh, 22年出货有望超240gwh, 同比翻番, 连续两年高速增长。由于公司已进入全球主流车企供应链, 并多数获得主供地

位，未来成长空间较大，我们预计 2025 年公司电池出货量有望达到超 600gwh，年复合增速 40-50%，开启高速增长。

**盈利预测与投资评级：**由于下游景气度持续超市场预期，我们将 2021-2023 年归母净利润由 108.2/188.6/274 亿元上修至 110.1/213.3/320.1 亿元，同比增长 97%/94%/50%，对应 PE 为 110x/57x/38x。考虑到公司为电池龙头企业，积极扩产，给予 2022 年 80 倍 PE，对应目标价 733 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及预期，竞争加剧

宁德时代三大财务预测表

资产负债表 (百元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>112,865</b>	<b>176,911</b>	<b>259,942</b>	<b>373,816</b>	<b>营业收入</b>	<b>50,319</b>	<b>114,196</b>	<b>211,553</b>	<b>312,341</b>
现金	68,424	88,393	113,605	161,734	减:营业成本	36,349	84,290	156,505	231,616
应收账款	11,294	17,927	38,746	57,206	营业税金及附加	295	670	1,241	1,832
存货	13,225	30,056	57,023	84,597	销售费用	2,217	4,111	7,193	10,307
其他流动资产	15,622	33,657	41,036	57,901	管理费用	1,768	3,782	6,307	9,105
<b>非流动资产</b>	<b>43,753</b>	<b>51,516</b>	<b>57,872</b>	<b>62,984</b>	研发费用	3,569	7,636	12,732	18,380
长期股权投资	4,813	4,813	4,813	4,813	财务费用	-713	-1,199	-1,291	-1,547
固定资产	19,622	26,231	32,157	36,038	资产减值损失	1,169	1,312	1,685	1,671
在建工程	5,750	7,448	7,948	9,348	加:投资净收益	-118	250	450	600
无形资产	2,518	2,383	2,345	2,206	其他收益	1,136	1,464	1,610	1,771
其他非流动资产	16,801	18,090	18,557	19,928	资产处置收益	-10	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>156,618</b>	<b>228,427</b>	<b>317,814</b>	<b>436,800</b>	<b>营业利润</b>	<b>6,959</b>	<b>15,236</b>	<b>29,171</b>	<b>43,277</b>
<b>流动负债</b>	<b>54,977</b>	<b>116,220</b>	<b>199,947</b>	<b>289,784</b>	加:营业外净收支	23	7	7	7
短期借款	6,335	1,500	1,500	1,500	<b>利润总额</b>	<b>6,983</b>	<b>15,243</b>	<b>29,178</b>	<b>43,284</b>
应付账款	15,635	39,258	70,749	101,530	减:所得税费用	879	2,286	4,377	6,493
其他流动负债	33,007	75,462	127,698	186,754	少数股东损益	521	1,943	3,472	4,783
<b>非流动负债</b>	<b>32,447</b>	<b>33,447</b>	<b>20,064</b>	<b>21,064</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,583</b>	<b>11,013</b>	<b>21,329</b>	<b>32,008</b>
长期借款	6,068	7,068	8,068	9,068	EBIT	6,247	14,037	27,880	41,730
其他非流动负债	26,378	26,378	11,996	11,996	EBITDA	11,115	21,302	37,974	54,968
<b>负债合计</b>	<b>87,424</b>	<b>149,667</b>	<b>220,011</b>	<b>310,848</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	4,987	6,931	10,403	15,186	每股收益(元)	2.40	4.73	9.16	13.74
归属母公司股东权益	64,207	71,830	87,400	110,766	每股净资产(元)	27.56	30.84	37.52	47.55
<b>负债和股东权益</b>	<b>156,618</b>	<b>228,427</b>	<b>317,814</b>	<b>436,800</b>	发行在外股份(百万股)	2,329	2,329	2,329	2,329
					ROIC(%)	17.8%	55.4%	72.0%	103.8%
					ROE(%)	8.7%	15.3%	24.4%	28.9%
					毛利率(%)	27.8%	26.2%	26.0%	25.8%
					销售净利率(%)	12.1%	11.3%	11.7%	11.8%
					资产负债率(%)	55.8%	65.5%	69.2%	71.2%
					收入增长率(%)	9.9%	126.9%	85.3%	47.6%
					归属母公司净利润(%)	22.4%	97.2%	93.7%	50.1%
					P/E	217.33	110.18	56.89	37.91
					P/B	18.9	16.89	13.88	10.95
					EV/EBITDA	114	60	33	23

数据来源: Wind, 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>