

## 公司研究

## 产能释放加速，产业链投资全面布局

## ——宁德时代（300750.SZ）定增问询回复函点评

## 要点

**事件：**公司发布定增问询函的回复公告。

**储能电池盈利持平，动力电池毛利率承压。**2021H1 公司储能电池、电池材料业务毛利率相对稳定，储能电池销量 5.79GWh，毛利率 36.6%，相比 2020 年提升 0.58pct，电池材料毛利率 21.15%，相比 2020 年提升 0.7pct。动力电池毛利率有所下降，2021H1 动力电池销量 38.63GWh、单价 0.79 元/Wh（相比 2020 年降低 11.13%）、单位成本 0.61 元/Wh（相比 2020 年降低 6.82%）、毛利率 23.0%（相比 2020 年下滑 3.56pcts），主要由于单价降幅大于单位成本降幅。

**单 GWh 投资由于产线进步有所提升，但仍低于可比公司。**同行业公司可比项目的单位 GWh 总投资在 3.66-4.58 亿元之间，而宁德本次定增募投项目单位 GWh 总投资在 3.06-4.00 亿元之间，整体低于同行业可比项目；整体略高于 2020 年定增项目 2.89-3.34 亿元的单位 GWh 总投资，主要由于广东肇庆时代系首次新建产能、江苏时代动力及储能（四期）设备投资额较高，自动化程度较高。

**积极开展产业投资，布局全面。**截至 2021 年 6 月末，公司长期股权投资账面金额为 92.4 亿元，投资标的主要集中在锂电材料（磷酸铁锂、镁铝合金、锂、镍、负极、天然石墨）、锂电设备、加强下游合作（电池资产运营、储能、充电桩、芯片、整车等）、商业模式及技术创新提升产业服务能力（无人矿山、换电、共享出行平台）。宁德已投资的企业中，先导智能、北汽蓝谷、东方精工、永福股份、天华超净、星云股份为上市公司，凯金能源、湖南裕能为拟上市公司。

**产能释放加速，全球市占率提升。**根据此前已公告扩产规划，我们预计公司规划总产能（含合资产能）约 770GWh，权益产能约 700GWh。截至上半年，公司年化产能 131GWh，在建 92.5GWh，下半年新产能有望释放；上半年公司动力电池及储能系统产量 60.34GWh，产能利用率高达 92.2%。据 SNE Research，1-6 月份，全球电动汽车电池总装机容量为 114.1GWh，同比上涨 153.7%。宁德时代高居第一，动力电池装机量达到 34.1GWh，同比增长 234.2%，全球市场占有率为 29.9%。

**盈利预测、估值与评级：**新能源车及储能等领域锂电需求预期不断上修，宁德产能规划积极，出货量有望超预期，电动汽车+储能+其他市场的电池渗透空间大，上调公司 2021-23 年净利润预测为 112/216/328 亿元（上调 6%/11%/26%），当前股价对应 PE 为 124/64/42 倍。公司作为全球动力电池龙头，并且储能业务放量可期，未来增长确定性高，维持“买入”评级。

**风险提示：**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	123,187	208,745	284,627
营业收入增长率	54.63%	9.90%	144.81%	69.45%	36.35%
净利润（百万元）	4,560	5,583	11,192	21,570	32,755
净利润增长率	34.64%	22.43%	100.45%	92.72%	51.86%
EPS（元）	2.06	2.40	4.80	9.26	14.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.96%	8.70%	15.15%	22.80%	26.14%
P/E	288	248	124	64	42
P/B	34.5	21.6	18.8	14.7	11.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-18

## 买入（维持）

当前价：595.02 元

## 作者

**分析师：殷中枢**

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

**分析师：郝骞**

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

**分析师：黄帅斌**

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

**联系人：陈无忌**

021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

**联系人：和霖**

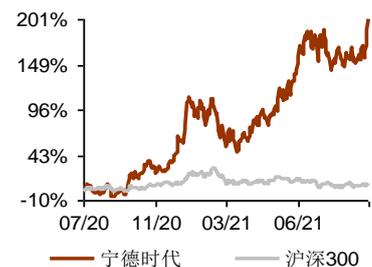
021-52523853

helin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	23.29
总市值(亿元)	13858.08
一年最低/最高(元)	219.23/595.24
近 3 月换手率	35.41%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.52	18.33	156.86
绝对	20.62	13.66	159.49

资料来源：Wind

## 相关研报

毛利率维持稳定，储能业绩超预期增长——宁德时代（300750.SZ）2021 年半年报点评（2021-08-26）

拟定增募资不超过 582 亿元，彰显龙头本色——宁德时代（300750.SZ）重大事项点评（2021-08-13）

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（2021-06-29）

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	123,187	208,745	284,627
营业成本	32,483	36,349	93,285	154,779	209,113
折旧和摊销	4,252	4,712	5,747	7,477	9,752
税金及附加	272	295	722	1,230	1,672
销售费用	2,157	2,217	4,927	8,350	11,385
管理费用	1,833	1,768	3,696	6,680	8,823
研发费用	2,992	3,569	8,623	14,403	19,070
财务费用	-782	-713	-244	150	-165
投资收益	-80	-118	-99	-108	-103
营业利润	5,759	6,959	13,446	25,590	38,346
利润总额	5,761	6,983	13,437	25,575	38,351
所得税	748	879	1,645	3,325	4,835
净利润	5,013	6,104	11,793	22,250	33,516
少数股东损益	452	521	601	681	761
归属母公司净利润	4,560	5,583	11,192	21,570	32,755
EPS(元)	2.06	2.40	4.80	9.26	14.06

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,472	18,430	22,613	31,622	49,470
净利润	4,560	5,583	11,192	21,570	32,755
折旧摊销	4,252	4,712	5,747	7,477	9,752
净营运资金增加	5,189	614	33,526	42,451	32,897
其他	-529	7,521	-27,852	-39,875	-25,934
投资活动产生现金流	1,856	-15,052	-43,888	-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	-26,088	-202	-88
融资活动现金流	4,168	37,431	14,445	31,958	20,636
股本变化	13	121	0	0	0
债务净变化	4,092	18,443	-1,431	6,223	-8,784
无息负债变化	16,388	9,817	77,434	100,875	98,270
净现金流	19,511	40,232	-6,831	42,779	45,968

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.1%	27.8%	24.3%	25.9%	26.5%
EBITDA 率	27.4%	26.9%	17.4%	17.3%	17.8%
EBIT 率	17.8%	17.3%	12.7%	13.7%	14.4%
税前净利润率	12.6%	13.9%	10.9%	12.3%	13.5%
归母净利润率	10.0%	11.1%	9.1%	10.3%	11.5%
ROA	4.9%	3.9%	4.9%	6.0%	6.8%
ROE (摊薄)	12.0%	8.7%	15.2%	22.8%	26.1%
经营性 ROIC	16.9%	14.3%	14.3%	19.4%	25.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	56%	67%	73%	73%
流动比率	1.57	2.05	1.45	1.46	1.56
速动比率	1.32	1.81	1.13	1.14	1.22
归母权益/有息债务	3.93	2.28	2.77	2.87	5.19
有形资产/有息债务	9.95	5.35	8.81	11.00	19.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	101,352	156,618	242,879	371,384	492,358
货币资金	32,270	68,424	61,594	104,372	150,340
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	23,652	40,079	54,079
应收票据	9,650	9,877	22,174	40,847	54,266
其他应收款 (合计)	4,569	3,304	7,738	15,867	19,359
存货	11,481	13,225	36,064	59,886	82,207
其他流动资产	1,648	969	3,155	7,433	12,745
流动资产合计	71,695	112,865	161,955	277,017	383,509
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	29,285	29,285	29,285
非流动资产合计	29,657	43,753	80,924	94,367	108,850
总负债	59,164	87,424	163,426	270,524	360,011
短期借款	2,126	6,335	4,503	9,805	0
应付账款	10,692	15,635	39,378	71,198	100,374
应付票据	17,420	15,637	39,196	65,007	83,645
预收账款	6,161	0	0	0	0
其他流动负债	813	3,919	21,353	48,080	79,368
流动负债合计	45,607	54,977	111,852	190,116	246,125
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	21,353	48,080	79,368
非流动负债合计	13,557	32,447	51,574	80,408	113,886
股东权益	42,188	69,195	79,452	100,860	132,347
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	29,267	49,725	80,412
归属母公司权益	38,135	64,207	73,864	94,591	125,318
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%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	4.00%	3.51%	3.00%	3.20%	3.10%
财务费用率	-1.71%	-1.42%	-0.20%	0.07%	-0.06%
研发费用率	6.53%	7.09%	7.00%	6.90%	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	0.48	0.89	1.35
每股经营现金流	6.10	7.91	9.71	13.57	21.24
每股净资产	17.27	27.56	31.71	40.61	53.80
每股销售收入	20.73	21.60	52.88	89.61	122.18

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	288	248	124	64	42
PB	34.5	21.6	18.8	14.7	11.1
EV/EBITDA	106.9	102.8	66.2	39.6	27.8
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	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的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