

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

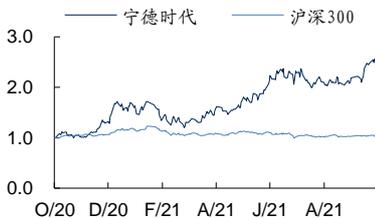
电气设备

宁德时代(300750)
增持

2021年三季度点评

(维持评级)

2021年10月29日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,414,174/1,236,753
总市值/流通(百万元)	904,232/526,746
上证综指/深圳成指	3,518/14,245
12个月最高/最低(元)	638.48/226.66

相关研究报告:

《宁德时代-300750-2021年中报点评: 动力符合预期, 储能高速增长》——2021-08-28
 《国信证券-电力设备新能源-宁德时代-300750-发挥资本优势募资扩产, 加速迎接全面电动化》——2021-08-13
 《宁德时代-300750-重大事件快评: 布局钠离子, 发力新未来》——2021-07-30
 《宁德时代-300750-重大事件快评: 宁德发布钠离子电池, 计划2023年形成基本产业链》——2021-07-29

证券分析师: 王蔚祺

 E-MAIL: wangweiq2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人: 万里明

 电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
盈利环比上行, 股权激励彰显信心
● 21年前三季度盈利77.51亿元, 业绩环比稳步上行

公司21Q1-Q3实现营收733.6亿元, 同比+133%; 对应Q3营收292.87亿元, 环比+18%。21Q1-Q3公司归母净利润为77.51亿元, 同比+131%, 单Q3归母净利润为32.67亿元, 环比+29%。公司21Q1-Q3毛利率为27.51%, 同比+0.10pct; 净利率为12.47%, 同比+0.79pct。Q3原材料普涨情况下, 公司凭借充足的库存以及优秀的议价能力实现盈利逆势增长。

● 全球动力电池龙头, 存货以及议价能力带动盈利提升

当前公司动力电池全球市占率超30%, 龙头地位稳固。下游新能源车市场高景气持续, 我们预计Q3公司动力&储能电池排产约33-34GWh。锂电原料价格持续超预期, 公司存货储备充裕, 减缓原料价格波动对盈利影响。公司积极发挥议价能力, 与上游签订协议锁价保供降本。另外公司与晶科、国能集团、三峡等签署合作协议, 布局储能业务。

● 一体化布局持续加码, 股权激励彰显发展信心

Q3以来公司相继收购志存锂业、千禧锂业、Manono锂矿股权, 再度加码锂资源。10月公司公告新建邦普一体化电池材料产业园, 预计2027年建成。公司9月公布新建宜春基地, 2025年产能规划已超600GWh, 持续加码供应链有望夯实扩产基石。公司研发优势显著, 近期布局电控领域助力CTC快速发展, 加码固态电池、钠离子电池研发巩固领先优势。10月公司发布股权激励草案, 有望绑定核心团队、提升凝聚力。

● 风险提示: 新能源汽车销量不及预期; 公司扩产进度不及预期。
● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“增持”评级

公司产能扩张领先同业, 动力电池保持领先, 积极布局储能业务。我们看好公司长期成长性, 维持原有预测, 预计21-23年归母净利润114/178/222亿元, 同比增速104/56/25%, 对应EPS为4.89/7.63/9.51元, 对应当前股价PE为124/80/64倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

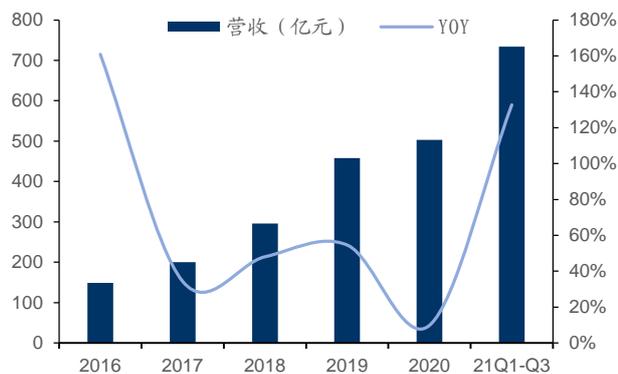
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	50,319	103,142	143,467	203,122
(+/-%)	9.9%	105.0%	39.1%	41.6%
净利润(百万元)	5583	11388	17775	22153
(+/-%)	22.4%	103.97%	56.08%	24.63%
摊薄每股收益(元)	2.40	4.89	7.63	9.51
EBIT Margin	15.5%	10.5%	12.6%	11.2%
净资产收益率(ROE)	8.7%	15.4%	20.0%	20.6%
市盈率(PE)	253.3	124.2	79.6	63.9
EV/EBITDA	120.2	71.8	45.8	36.0
市净率(PB)	22.0	19.2	15.9	13.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

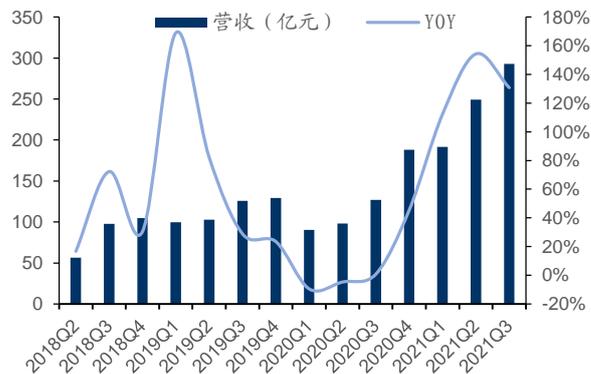
公司 21Q1-Q3 实现营收 733.6 亿元, 同比+133%; 对应 Q3 营收 292.87 亿元, 环比+18%。21Q1-Q3 公司归母净利润为 77.51 亿元, 同比+131%, 对应 Q3 归母净利润为 32.67 亿元, 环比+29%。公司 21Q1-Q3 毛利率为 27.51%, 同比+0.10pct; 净利率为 12.47%, 同比+0.79pct。原材料普涨情况下, 公司凭借充足的库存以及优秀的议价能力实现盈利能力逆势增长。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



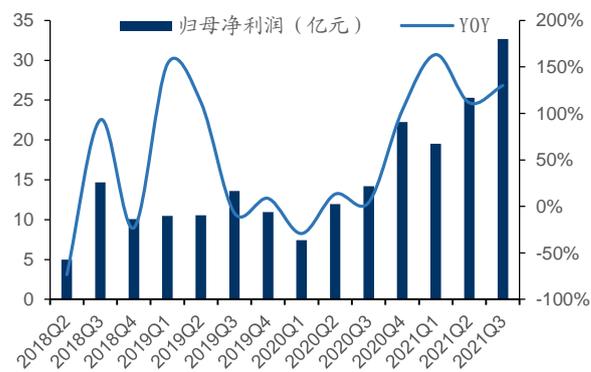
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

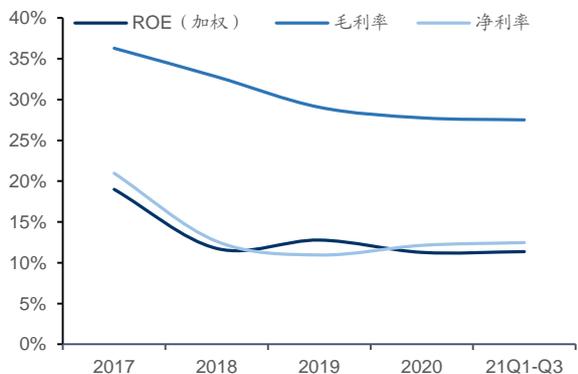
公司毛利率 Q3 逆势上升彰显龙头抗压能力。 21Q3 公司毛利率为 27.90%，环比+0.66pct；净利率为 13.04%，环比+1.07pct。上游原料大涨情况下，公司盈利能力环比上行主要系：**1) 存货充足：**21Q3 公司存货为 349.62 亿元，同比+164%，环比+41%。公司存货储备充裕，Q3 生产部分使用 H1 原材料、成本较低。**2) 议价能力强：**公司供应链完善并发挥龙头议价优势，锁价保供降低成本。21Q3 公司应付账款 326.32 亿元，同比+109%、环比+27%，供应链议价能力再加强。

公司 Q3 费用控制良好，现金流环比下滑明显。 21Q1-Q3 公司期间费用率为 12.20%，同比-0.12pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 3.58% (-0.55pct)、3.04% (-0.62pct)、6.26% (-0.47pct)、-0.68% (+1.51pct)。21Q3 公司期间费用率为 12.16%，环比+0.12pct，环比略增主要系利息收入减少。21Q3 公司经营性现金净流量为 29.44 亿元，同比-34%、环比-80%。公司现金流环比下降明显主要是为 Q4 需求备货，Q3 公司支出 298 亿元购买商品及接受劳务。

公司会计处理严谨计提较多，营运能力显著提升。 21Q3 公司计提 6.61 亿资产

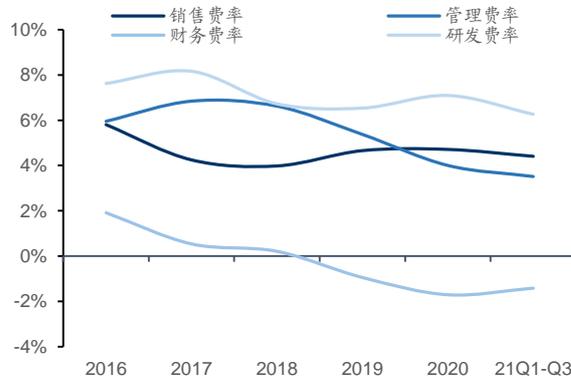
减值损失，主要为存货跌价准备；21Q3 冲回 2.03 亿信用减值损失。21Q1-Q3 公司存货周转率、应收账款周转率分别为 2.21、5.72，应收账款周转天数由 21H1 的 52 天缩短至 47 天；流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.30、1.00、0.77。

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



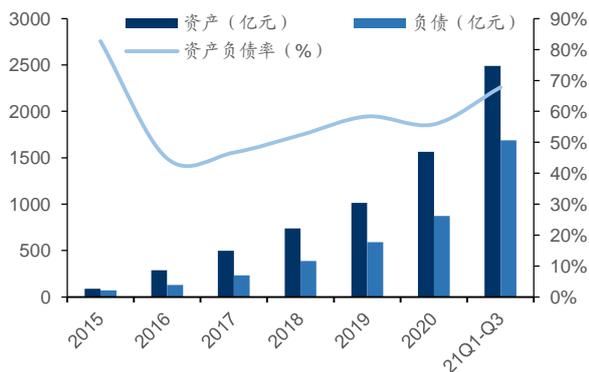
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产负债率变化情况



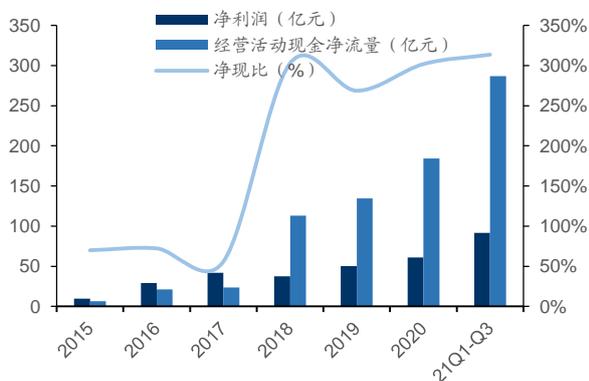
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司短期偿债指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司经营现金流持续增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

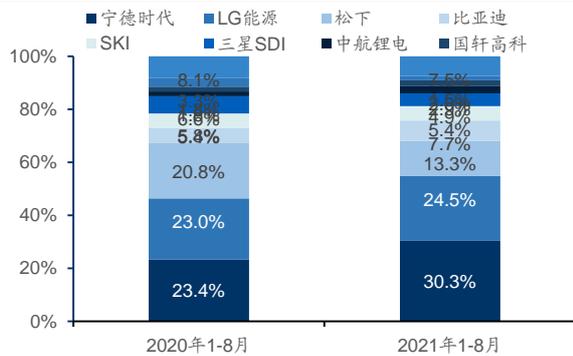
图 10：公司存货和应收账款周转率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源车持续高景气，公司满产满销、全球领军地位稳固。根据 SNE 数据，21 年 1-8 月全球动力电池出货量 162GWh，同比+162%。其中宁德时代装机量 49.1GWh，同比+211%，市占率为 30.3%、同比+6.9pct，全球龙头地位稳固。根据 GGII 数据，21Q3 宁德时代在国内动力电池装机 17.19GWh，市占率为 47.7%，市占率长期稳定在 50%左右。我们预计公司 21Q3 动力电池及储能产量在 33-34GWh 左右，销量预计在 30GWh 左右。

图 11: 全球动力电池装机份额情况



资料来源:SNE, 国信证券经济研究所整理

图 12: 21 年前三季度国内动力电池装机份额情况



资料来源:GGII, 国信证券经济研究所整理

表 1: 宁德时代产能规划表 (GWh) (估算值)

地点	项目	公布时间	电池类型	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	规划
	宁德原有产能	2011	动力: 三元+铁锂	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	宁德湖东 (扩建)	2015.1	动力	2	2	2	2	2	2	2	2	2
	宁德湖西 (IPO 募投)	2017.11	动力+储能		8	24	24	24	24	24	24	24
福建	宁德湖西 (扩建)	2019.4	动力			8	16	16	16	16	16	16
宁德	宁德湖西 (二期扩建)	2021.8	动力+储能					2	2	2	2	2+30
	宁德福鼎基地	2020.12 & 2021.8	动力					10	20	40	60	60
	车里湾	2020.2 & 2021.8	动力+储能					5	15	15	15	15
西宁	青海西宁	2012	储能+动力	2	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
	江苏溧阳一、二期	2016.9	三元	2	10	10	10	10	10	10	10	10
江苏	溧阳三期	2018.11	动力+储能				6	12	24	24	24	24
溧阳	溧阳四期	2021.8	动力+储能				10	20	20	30	30	30
	四川宜宾一期	2019.9	动力				6	12	12	12	12	12
四川	宜宾二期	2019.9	动力						6	12	18	18
宜宾	四川宜宾扩建项目	2020.12	动力				3	5	10	20	33	33
	四川宜宾五六期	2021.2	动力						15	30	40	40
肇庆	广东肇庆一期	2021.2 & 2021.8	动力+储能					10	20	25	30	30
宜春	新型锂电池基地	2021.9								20	40	40
	时代上汽	2017.5	动力	2	12	18	24	36	36	36	36	36
	时代广汽	2018.7	动力				8	16	16	16	16	16
	东风时代	2018.7				10	10	10	10	10	10	10
合资	时代吉利	2018.12	动力+储能				5	12	12	12	12	12
公司	时代一汽	2019.4	动力				14	14	14	14	14	14
	时代一汽	2021.2	动力					8	10	17	17	17
	时代上汽	2021.2	动力						15	30	30	30
德国	德国图林根	2018.7	动力				10	14	40	70	100	100
基地												
合计				32	62.5	102.5	178.5	268.5	379.5	517.5	621.5	621.5

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 灰色标注为近期新增产能。部分生产基地公司仅披露投资额, 未披露产能, 相关产能为国信证券经济研究所估算。

公司新设宜春基地,远景产能规划饱满。9月13日公司公告称拟投资135亿元,在宜春市建设新型锂电池生产基地,建设周期预计为30个月。我们假设单GWh产能投资为3.4亿元,此次扩建对应新建产能预计为40GWh。该基地预计会在原有铁锂&三元电池进行材料体系创新,或将引入CTC等新型封装形式。20年底以来公司连续公告多个扩产计划,产能规划持续超预期。我们预计21年底公司产能有望达150-200GWh,25年规划产能有望超600GWh。

公司积极携手能源企业,布局储能市场。9月,公司与晶科能源达成合作,双方将在储能业务、整县推广、光储架构及系统集成等领域进行密切合作。10月以来,公司先后与国家能源集团、中国华电、三峡集团等签署合作协议,共同在储能、新能源、综合智慧能源等领域加强合作、协同发展。

公司积极培育供应链,进一步完善原材料布局。9月13日公司与宜春市矿业公司、宜春市政府签署合作协议建设新基地,宜春靠近锂云母资源,此次布局有望加强资源端协同配合。10月12日公司公告拟投资320亿元,建设邦普一体化电池材料产业园。该基地意在建设具备废旧电池材料回收、磷酸铁锂及三元前驱体、磷酸铁锂、三元正极、石墨、磷酸等生产基地,项目建设周期6年,预计27年投产。此外,公司还积极收购Manono、千禧锂业股权不断完善资源端布局。公司是目前国内动力电池厂商中对供应链管理把控能力最强的企业,一体化布局有望进一步稳价保供,夯实公司扩产基础。

表 2: 宁德时代供应链管理情况

环节	相关方	公司布局	主要供应商		
上游	锂	澳洲锂矿企业 Pibara 加拿大锂矿企业 Notrth American Lithium 四川天宜锂业 加拿大千禧锂业 Millennial Lithium Corp 江西志存锂业 非洲 Manono 锂矿	持有 8.5% 股权 持有 43.59% 股权 持有 15% 股权 2021 年 9 月收购持有其 100% 股权 持有其 9.3% 股权 通过天华时代持有其 24% 股权		
	钴	嘉能可	2016 年公司 与嘉能可达成 4 年 2 万吨供货协议, 2018 年 3 月, 格林美进一步与嘉能可签订战略采购协议, 保障了 2018-2020 年合计 5.28 万吨钴资源采购量		
	镍	印尼红土镍矿 北美镍业	与邦普、格林美、青山钢铁、印尼 IMIP、日本坂和兴业在印尼建设 5 万吨/年的硫酸镍项目 持有 23.58% 股权		
	正极	前驱体: 广东邦普、宁波邦普 正极材料: 宁德邦普、屏南时代、曲靖麟铁	公司增资广东邦普至 52.88%, 同时建立合资公司宁波邦普(公司占比 49%), 产能近 5 万吨 宁德邦普投资 91.3 亿建设 10 万吨正极材料; 屏南时代生产正极材料; 与德方纳米合资曲靖麟铁(公司占比 40%) 首期建设 1 万吨 LFP 产能	广东邦普、格林美等 德方纳米、北大先行、贝特瑞、容百科技、长远锂科、振华新材、厦门钨业、杉杉股份等	
	中游	负极	屏南时代	屏南时代建设 430 吨/年硅基负极项目	东莞凯金、杉杉股份、璞泰来、中科电气、贝特瑞、石家庄尚太等
		隔膜			恩捷股份、星源材质、湖南中锂、璞泰来等
		电解液	龙岩思康	龙岩思康建设 300 吨/年的新型锂盐项目	天赐材料、新宙邦、江苏国泰等
铜箔				嘉元科技、诺德股份等	
	导电剂			天奈科技等	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司研发优势显著,联手汇川前副总涉足电控系统。9月13日,公司公告拟与姜勇、苏州新越、上海适达等成立合资公司,专注电动汽车驱动控制系统研发。姜勇系工控龙头汇川技术前副总经理、前工程传动技术产品总监。此次合作有望协助宁德切入电控系统,并为CTC技术中三电集成奠定基础。此外,公司在7月也发布了钠离子电池,抢先布局先进技术,有望稳固公司龙头地位。

公司发布股权激励计划,增强凝聚力,彰显发展信心。10月26日公司公告21

年股权激励计划(草案),拟向 4483 人授予 516 万股,占当时总股本的 0.22%;其中股票期权 294 万股、限制性股票 222 万股。此次股票期权行权价为 612.08 元、接近市场价格,与 20 年激励风格一致。股权激励解锁分三期或四期,对应激励条件为 2021 年/2021-2022 年/2021-2023 年/2021-2024 年累计营收分别不低于 1050/2400/4100/6200 亿元。股权激励有望增强企业团队凝聚力、留住核心技术团队,并且也彰显了公司稳定增长的信心。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“增持”评级

随着全球电动化浪潮不断加速,公司产能扩张领先同业,供应链培育不断完善,动力电池龙头地位不断稳固。我们看好公司动力电池优势地位,维持原有盈利预测,预计 21-23 年归母净利润 114/178/222 亿元,同比增速 104/56/25%,对应 EPS 为 4.89/7.63/9.51 元,对应当前股价 PE 为 124/80/64 倍,维持“增持”评级。

风险提示:

- (1) 国内外新能源汽车销量、政策不达预期;
- (2) 公司扩产进度不及预期;
- (3) 原材料价格大幅波动。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.10.28	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
002074	国轩高科	57.69	739	0.12	0.33	0.63	480.8	174.8	91.6	未评级
300014	亿纬锂能	113.50	2154	0.87	1.77	2.77	129.8	64.1	40.9	买入
300207	欣旺达	49.10	799	0.51	0.81	1.14	96.3	60.6	43.1	未评级
300750	宁德时代	607.20	14142	2.40	4.89	7.63	253.3	124.2	79.6	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

注: 国轩高科、欣旺达 EPS 为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	68424	78313	83865	102467	营业收入	50319	103142	143467	203122
应收款项	24475	50167	69780	98795	营业成本	36349	76094	104172	149926
存货净额	13225	28779	39051	56727	营业税金及附加	295	619	861	1219
其他流动资产	3372	7220	10043	14219	销售费用	2217	4848	6700	9140
流动资产合计	112865	169082	205001	275711	管理费用	1768	4099	5273	7158
固定资产	25372	34751	38512	38662	财务费用	(713)	(526)	(780)	(1082)
无形资产及其他	2518	2266	2014	1763	投资收益	(118)	(200)	(224)	(167)
投资性房地产	11050	11050	11050	11050	资产减值及公允价值变动	1114	1000	1231	1765
长期股权投资	4813	6013	7273	8596	其他收入	(4440)	(4512)	(5922)	(10529)
资产总计	156618	223162	263851	335782	营业利润	6959	14297	22326	27829
短期借款及交易性金融负债	7684	5000	5000	5000	营业外净收支	23	20	20	20
应付款项	31271	68051	92342	134138	利润总额	6983	14317	22346	27849
其他流动负债	16022	35007	31924	38400	所得税费用	879	1861	2905	3620
流动负债合计	54977	108058	129266	177538	少数股东损益	521	1067	1666	2076
长期借款及应付债券	20450	20450	20450	20450	归属于母公司净利润	5583	11388	17775	22153
其他长期负债	11996	14996	18146	21454					
长期负债合计	32447	35447	38597	41904	现金流量表 (百万元)				
负债合计	87424	143505	167863	219442	净利润	5583	11388	17775	22153
少数股东权益	4987	5884	7283	9028	资产减值准备	(501)	(308)	130	23
股东权益	64207	73774	88705	107313	折旧摊销	4712	7181	10592	13844
负债和股东权益总计	156618	223162	263851	335782	公允价值变动损失	(1114)	(1000)	(1231)	(1765)
					财务费用	(713)	(526)	(780)	(1082)
					营运资本变动	1631	13363	(8221)	735
					其它	937	1205	1270	1722
					经营活动现金流	11249	31829	20315	36710
					资本开支	(11149)	(15000)	(13000)	(12000)
					其它投资现金流	(1980)	(1234)	2341	(1241)
					投资活动现金流	(16401)	(17434)	(11919)	(14564)
					权益性融资	20536	0	0	0
					负债净变化	1088	0	0	0
					支付股利、利息	(899)	(1822)	(2844)	(3544)
					其它融资现金流	20393	(2684)	0	0
					融资活动现金流	41307	(4506)	(2844)	(3544)
					现金净变动	36154	9889	5552	18602
					货币资金的期初余额	32270	68424	78313	83865
					货币资金的期末余额	68424	78313	83865	102467
					企业自由现金流	1994	14961	5122	22352
					权益自由现金流	23475	12734	5800	23293

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032