

# 宁德时代 (300750)

## 间接持股洛阳钼业，深化上游一体化布局

买入 (维持)

2022年10月07日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

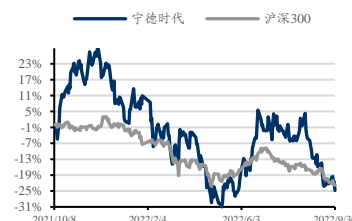
执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	130,356	337,291	471,143	587,873
同比	159%	159%	40%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	15,931	28,048	48,016	65,173
同比	185%	76%	71%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.53	11.49	19.67	26.71
P/E (现价&最新股本摊薄)	61.41	34.88	20.38	15.01

### 投资要点

- 事件:**公司及全资子公司四川时代与洛阳国宏投资控股集团有限公司签署《投资框架协议》。国宏集团拟以其持有的洛阳集团 100%的股权对四川时代进行增资。本次交易完成后，洛矿集团将成为四川时代全资子公司，四川时代将通过洛矿集团间接持有洛阳钼业 24.68%的股份。
- 宁德将成洛阳钼业第二大股东，强强联手深化新能源金属布局。**洛阳钼业是全球最大的白钨生产商和第二大的钴、铌生产商，也是全球前五大钼生产商和领先的铜生产商，且间接持股华越镍钴 30%股权，布局镍冶炼产能。此前洛阳钼业已将 KFM 控股 25%股权转让给宁德时代旗下公司时代新能源，KFM 是目前世界上最大、品位最高的待开发铜钴矿之一，蕴含超过 62 万吨铜金属和超过 310 万吨钴金属。宁德时代本次入股洛阳钼业，有助于保障公司的钴矿供应，且将有助于凭借洛阳钼业优质平台资源，强强联手，打造具有韧性的全球供应链体系。
- 持续加码上游资源布局，保障未来供应链安全。**钴资源方面，公司间接持股洛阳钼业 24.5%，且参股 KFM25%股权，锂资源方面，公司子公司宜春时代以 8.65 亿元的报价成功竞得江西省宜丰县圳口里-奉新县视下窝矿区陶瓷土(含锂)探矿权，估算碳酸锂当量 600 万吨以上；宁德参股 Pilbara，布局海外锂矿资源，并通过子公司四川时代与天府矿业等公司合资成立四川康德，开发四川锂矿资源，我们预计公司锂矿布局将于 23-24 年逐渐释放产能，有效保证供应链安全，远期规划庞大。镍资源方面，公司计划投资 1.11 亿美元(持股 49%)与印尼 ANTAM 投资印尼红土镍矿开发项目。
- 动力 Q2 盈利大拐点，Q3 储能盈利大拐点，盈利强势恢复。**宁德 22H1 出货预计 105gwh 左右，Q3 排产近 100gwh，环增 40%+，我们预计出货有望达 80gwh 左右，全年出货预计 300gwh，同比翻番以上增长，23 年出货有望进一步达 450gwh，同增 50%。盈利方面，动力 22H1 毛利率 15%，超预期，盈利拐点明确，金属价格联动全面执行，叠加材料的降价，下半年毛利率有望进一步提升，储能上半年毛利率 6.43%仍在低位，下半年开始传导，Q3 有望明显恢复，总体动力和储能毛利率今年底将有效联动，考虑到公司在资源端锂和钴的布局，尤其锂明年的有效释放，毛利率明年有望进一步提升，盈利拐点明确，长期看稳定毛利率预计恢复至 25%左右。
- 盈利预测与投资评级:**我们维持公司 22-24 年业绩预期 280/480/652 亿元，同比增 76%/71%/36%，对应 35x/20x/15xPE，给与 23 年 36xPE，对应目标价 708.1 元，维持“买入”评级。
- 风险提示:**电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	400.89
一年最低/最高价	353.00/692.00
市净率(倍)	6.69
流通 A 股市值(百万元)	794,029.46
总市值(百万元)	978,360.42

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	59.92
资产负债率(% ,LF)	68.89
总股本(百万股)	2,440.47
流通 A 股(百万股)	1,980.67

### 相关研究

《宁德时代(300750): 盈利迅速恢复，大超市场预期》

2022-08-24

《宁德时代(300750): 加码欧洲产能，全球战略布局加深》

2022-08-15

**事件：**公司及全资子公司四川时代与洛阳国宏投资控股集团有限公司签署《投资框架协议》。国宏集团拟以其持有的洛阳矿业集团有限公司 100%的股权对四川时代进行增资。本次交易完成后，洛矿集团将成为四川时代全资子公司，四川时代将通过洛矿集团间接持有洛阳钼业 24.68%的股份。

**宁德将成洛阳钼业第二大股东，强强联手深化新能源金属布局。**洛阳钼业是全球最大的白钨生产商和第二大 的钴、铌生产商，也是全球前五大钼生产商和领先的铜生产商，目前主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲，且积极加码新能源领域资源产业链，间接持股华越镍钴 30%股权，布局镍冶炼产能。此前洛阳钼业已将 KFM 控股 25%股权转让给宁德时代旗下公司时代新能源，KFM 是目前世界上最大、品位最高的待开发铜钴矿之一，蕴含超过 62 万吨铜金属和超过 310 万吨钴金属。宁德时代本次入股洛阳钼业，有助于保障公司的钴矿供应，且将有助于凭借洛阳钼业优质平台资源，共同布局全球新能源相关金属资源，强强联手，打造具有韧性的全球供应链体系。

**持续加码上游资源布局，保障未来供应链安全。**钴资源方面，公司间接持股洛阳钼业 24.5%，且参股 KFM25%股权，锂资源方面，公司子公司宜春时代以 8.65 亿元的报价成功竞得江西省宜丰县圳口里-奉新县视下窝矿区陶瓷土（含锂）探矿权，估算碳酸锂当量 600 万吨以上；宁德参股 Pilbara，布局海外锂矿资源，并通过子公司四川时代与天府矿业等公司合资成立四川康德，开发四川锂矿资源，我们预计公司锂矿布局将于 23-24 年逐渐释放产能，有效保证供应链安全，远期规划庞大。镍资源方面，公司计划投资 1.11 亿元美元（持股 49%）与印尼 ANTAM 投资印尼红土镍矿开发项目。宁德在产业链上的深度布局将有助于保障其关键资源供应，并进一步提升其盈利水平，成本优势进一步增强。

图1：宁德时代上游布局

资源	合作公司	合作形式	股权	产能	进展
锂	天华超净	合资成立天宜锂业	25%	氢氧化锂4.5万吨/年	锂盐优先供应宁德时代
	Pilbara Minerals	认购参股	8.50%	碳酸锂4.9-5.4万吨/年	19年9月以2.63亿人民币认购
	江西志存锂业	合资成立时代志存	80%	选矿、矿物洗选加工等	22年1月成立，注册资本10亿元
	四川能投	战略合作	-	李家沟锂辉石矿在建	21年10月签署合作
	永兴材料	合资	70%	规划碳酸锂5万吨/年，一期3万吨/年	22年1月成立合资子公司
	宜春时代 天府矿业等	子公司 合资成立四川康德	100% 40%	氧化锂资源量265万吨 选矿、矿物洗选加工等	22年4月取得宜春陶瓷土探矿权 22年2月成立，注册成本20亿元
钴	洛阳钼业	认购参股 (KFM)	25% (KFM)	620万吨铜金属和超过310万吨钴金属	21年4月认购参股，目前项目处于前期开发阶段
		参股 (洛阳钼业)	24.68%		-
镍	蓝天金属（邦普时代控股）	子公司	80%	3.6万镍金属当量/年	目前4条RKEF产线运行中
	北美镍业	认购参股	20.89%	-	18年4月投资1500万加元参股
	青山控股、格林美等	合建印尼红土镍矿	-	5万吨镍/年	18年9月投资项目
	ANTAM、IBI	参股/控股项目	-	-	斥资不超过59.68亿美元，包括镍矿开采和加工等项目

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**动力 Q2 盈利大拐点，Q3 储能盈利大拐点，盈利强势恢复。** 宁德 22H1 出货预计 105gwh 左右，Q3 排产近 100gwh，环增 40%+，我们预计出货有望达 80gwh 左右，全年出货预计 300gwh，同比翻番以上增长，23 年出货有望进一步达 450gwh，同增 50%。盈利方面，动力 22H1 毛利率 15%，超预期，盈利拐点明确，金属价格联动全面执行，叠加材料的降价，下半年毛利率有望进一步提升，储能上半年毛利率 6.43% 仍在低位，下半年开始传导，Q3 有望明显恢复，总体动力和储能毛利率今年底将有效联动，考虑到公司在资源端锂和钴的布局，尤其锂明年的有效释放，毛利率明年有望进一步提升，盈利拐点明确，长期看稳定毛利率预计恢复至 25% 左右。

**公司技术、成本、客户全面领先，长期格局确定，全球市占率有望进一步提升。** 宁德时代技术创新引领行业潮流，23 年麒麟电池量产，锰铁锂放量，钠电小批量，AB 电池放量；供应链体系完善和成本优势明显，加强回收和资源端的布局；极限制造能力全球领先，超级产线开始落地；长期看，宁德时代在绝大多数国内客户中维持主供地位，预计国内市占率保持在 45-50%；欧洲市场在德国建厂基础上，匈牙利规划 100GWh 新增产能，在欧洲的市占率有望从 20%+ 提升至 40%+；美国市场来看，虽政策端有本土化要求，但公司已与特斯拉福特等车企签订全球战略合作，相对优势突出，美国市场未来预计仍有所突破；日韩等其他市场目前虽小但公司均是主供，长期来看公司在动力电池领域仍有望做到近 40% 的份额。储能板块公司同样具备技术+规模优势，我们预计今年出货 50Gwh+，23 年出货 100Gwh，翻番增长，全球储能电芯份额预计维持 30%+，将迅速成为新的增长点。我们预计 25 年公司动力+储能产能达到 1Twh，长期龙头地位稳固。

**盈利预测与投资评级：**我们维持公司 22-24 年业绩预期 280/480/652 亿元，同比增 76%/71%/36%，对应 35x/20x/15xPE，给与 23 年 36xPE，对应目标价 708.1 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧。

## 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>177,735</b>	<b>401,542</b>	<b>572,237</b>	<b>744,219</b>	<b>营业总收入</b>	<b>130,356</b>	<b>337,291</b>	<b>471,143</b>	<b>587,873</b>
货币资金及交易性金融资产	90,436	188,214	283,740	386,076	营业成本(含金融类)	96,094	272,698	370,835	457,402
经营性应收款项	38,170	102,432	140,599	178,310	税金及附加	487	1,259	1,758	2,194
存货	40,200	97,125	131,062	160,404	销售费用	4,368	9,444	12,250	14,697
合同资产	77	169	236	294	管理费用	3,369	6,746	8,716	9,994
其他流动资产	8,852	13,602	16,600	19,135	研发费用	7,691	15,853	21,201	25,866
<b>非流动资产</b>	<b>129,932</b>	<b>163,032</b>	<b>194,358</b>	<b>218,249</b>	财务费用	-641	-1,306	-1,754	-1,431
长期股权投资	10,949	10,969	10,991	11,015	加:其他收益	1,673	2,192	2,591	2,939
固定资产及使用权资产	41,954	65,854	90,720	106,278	投资净收益	1,233	4,216	4,711	5,879
在建工程	30,998	36,998	40,448	45,882	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	4,480	6,012	7,190	8,080	减值损失	-2,048	-2,750	-3,350	-4,064
商誉	528	578	628	678	资产处置收益	-23	3	5	6
长期待摊费用	1,264	1,562	1,891	2,253	<b>营业利润</b>	<b>19,824</b>	<b>36,259</b>	<b>62,102</b>	<b>83,920</b>
其他非流动资产	39,759	41,059	42,489	44,062	营业外净收支	63	170	260	250
<b>资产总计</b>	<b>307,667</b>	<b>564,574</b>	<b>766,595</b>	<b>962,467</b>	<b>利润总额</b>	<b>19,887</b>	<b>36,429</b>	<b>62,362</b>	<b>84,170</b>
<b>流动负债</b>	<b>149,345</b>	<b>370,471</b>	<b>500,597</b>	<b>613,855</b>	减:所得税	2,026	4,736	8,107	10,942
短期借款及一年内到期的非流动负债	15,672	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>17,861</b>	<b>31,693</b>	<b>54,255</b>	<b>73,228</b>
经营性应付款项	107,190	304,188	411,625	505,208	减:少数股东损益	1,929	3,645	6,239	8,055
合同负债	11,538	29,997	40,792	50,314	<b>归属母公司净利润</b>	<b>15,931</b>	<b>28,048</b>	<b>48,016</b>	<b>65,173</b>
其他流动负债	14,945	36,187	48,081	58,234	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.53	11.49	19.67	26.71
非流动负债	65,700	75,700	96,700	110,800	EBIT	18,123	31,291	56,381	77,720
长期借款	22,119	32,119	43,119	55,219	EBITDA	24,560	41,703	73,892	101,297
应付债券	15,855	15,855	25,855	27,855	毛利率(%)	26.28	19.15	21.29	22.19
租赁负债	395	395	395	395	归母净利率(%)	12.22	8.32	10.19	11.09
其他非流动负债	27,330	27,330	27,330	27,330	收入增长率(%)	159.06	158.75	39.68	24.78
<b>负债合计</b>	<b>215,045</b>	<b>446,171</b>	<b>597,297</b>	<b>724,655</b>	归母净利润增长率(%)	185.34	76.06	71.19	35.73
归属母公司股东权益	84,513	106,650	151,305	211,764					
少数股东权益	8,109	11,754	17,993	26,048					
<b>所有者权益合计</b>	<b>92,622</b>	<b>118,404</b>	<b>169,297</b>	<b>237,812</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>307,667</b>	<b>564,574</b>	<b>766,595</b>	<b>962,467</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	42,908	149,459	124,970	138,364	每股净资产(元)	36.26	45.76	64.91	90.85
投资活动现金流	-53,781	-39,673	-44,410	-41,884	最新发行在外股份(百万股)	2,440	2,440	2,440	2,440
筹资活动现金流	23,659	-12,507	14,457	5,345	ROIC(%)	13.34	17.37	24.18	24.14
现金净增加额	12,074	97,278	95,016	101,825	ROE-摊薄(%)	18.85	26.30	31.73	30.78
折旧和摊销	6,437	10,412	17,511	23,578	资产负债率(%)	69.90	79.03	77.92	75.29
资本开支	-43,765	-41,769	-46,839	-45,302	P/E(现价&最新股本摊薄)	61.41	34.88	20.38	15.01
营运资本变动	17,183	92,277	43,722	33,132	P/B(现价)	11.06	8.76	6.18	4.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

