

2019-10-8

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

宁德时代 (300750)

# 从折旧与现金周期，看宁德时代盈利潜力

## 报告要点

### ■ 从折旧与现金周期，看宁德时代盈利潜力

宁德时代是新能源车产业的标杆，其动力电池业务的竞争实力、产业地位与长期成长性已得到市场充分认可，本文从财报出发，就折旧、现金周期、财务费用三个角度重点探讨宁德时代的盈利潜力。

### ■ 宁德时代该用 PE 还是 EV/EBITDA？

宁德时代的估值见仁见智，不同的估值方式亦会得出不同的结论，若以 PE 估值，公司位于行业中枢以上，若以 EV/EBITDA 估值，公司则明显低于行业平均水平。两种估值方式差异的原因在于公司资本结构中有息负债较低而在手现金高，同时折旧政策稳健影响了公司净利润释放。从折旧来看，公司设备资产按 4-5 年进行折旧，低于行业平均水平，公司 2019H1 折旧高达 18.2 亿元，相当于当期归属净利润的 86%，2019 年全年折旧或接近 40 亿元，折旧政策对净利润的影响不容忽视。此外，公司稳健的折旧政策减少了当期利润，但在未来两年有望形成增厚，尤其是 2020-2021 年起 2015-2016 年的设备资产将逐步计提完折旧，届时有望带来 4-5 亿元的税前利润边际改善。

### ■ 经营性现金流亮眼，现金周期如何演绎？

宁德时代 2018、2019H1 经营性现金流净额远超净利润水平，主要原因在于 2018 年下半年以来终端需求高端化导致供应链格局重塑，公司对上下游议价能力大幅提升，表现为应收款项稳步提升、预收账款大幅增加、应付款项逐步提升，进而公司垫付营运资金减少，现金循环周期下降。从中长期看，回顾制造业龙头美的、华域等发现，凭借下游良好的回款以及对上游强势占款，产业链龙头的现金周期始终保持在低水平。横向对比其他动力电池企业看，公司对上游付款条件仍好于行业，我们认为公司有潜力维持低现金周期。

### ■ 自我造血伊始，不可低估的利息收入

近一年半以来公司经营性现金流净额成功覆盖资本开支，实现自我造血。展望来看，公司已规划项目的权益投资额已超过 500 亿元，预计未来几年公司或将保持 100-140 亿元的资本开支；在不考虑营运资金变动的情况下，预计未来几年公司净利润+折旧将接近 100 亿元，支撑公司资本开支。2019 年中公司在手现金 326 亿元，已核准多期发行公司债 100 亿元，在考虑债券利率的背景下，我们预计公司 2019 年财务费用（仅考虑利息收支）或为-7~-10 亿元，2020-2021 年或为-4~-7 亿元，显著增厚盈利。

当前股价： 71.50 元

分析师 郭博华

☎ (8621) 61118797

✉ wubh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514040001

分析师 马军

☎ (8621) 61118720

✉ majun3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490515070001

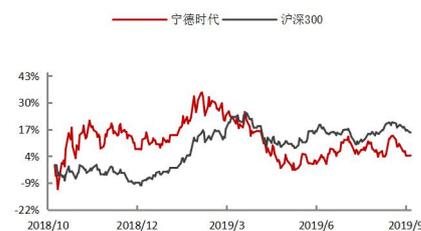
联系人 叶之楠

☎ (8621) 61118720

✉ yezn@cjsc.com.cn

公司基本数据	2019.09.30
总股本(万股)	220840
流通 A 股/B 股(万股)	120259/0
资产负债率	57.65%
每股净资产(元)	15.66
市盈率(当前)	46.62
市净率(当前)	4.57
12 个月内最高/最低价	95.16/59.51

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

《大国重器，时代之光》2019-8-12

**风险提示：**

1. 新能源车产销量低于预期。
2. 公司在产量方面的增长将进一步保障业绩。

## 目录

宁德时代该用 PE 还是 EV/EBITDA? .....	5
经营性现金流亮眼, 现金周期如何演绎? .....	8
自我造血伊始, 不可低估的利息收入.....	13
远期空间广阔, 冉冉兴起的锂电巨头.....	16

## 图表目录

图 1: 以 PE 衡量锂电产业链标的估值, 宁德时代位于中枢偏上.....	5
图 2: 以 EV/EBITDA 衡量锂电产业链标的估值, 宁德时代位于中枢偏下.....	5
图 3: 宁德时代有息负债较少, 2019 年中有息负债率约 15% (亿元) .....	5
图 4: 宁德时代货币资金持续增长, 2019 年中达到 326 亿元 (亿元) .....	5
图 5: 宁德时代机器设备平均折旧年限不到 5 年, 远低于行业水平.....	6
图 6: 宁德时代历年归属净利润与当期折旧金额对比 (亿元) .....	6
图 7: 2018Q2 以来宁德时代经营性现金流净额远大于净利润 (亿元) .....	8
图 8: 宁德时代营运资金自 2018 年以来净减少 (亿元) .....	8
图 9: 2018H2 以来 EV 乘用车快速向高级别、长续航升级.....	8
图 10: 宁德时代、比亚迪几乎垄断高级别车型供应链 (2018 年数据) .....	8
图 11: 产品差异化逐步凸显, 龙头与行业其他企业产能利用率分化.....	9
图 12: 宁德时代存货中发出商品占比明显提升, 库存商品占比相对下降.....	9
图 13: 宁德时代季度末预收账款持续增长 (亿元) .....	9
图 14: 宁德时代季度末应收账款及票据平稳增长 (亿元) .....	9
图 15: 宁德时代市场份额持续提升.....	9

图 16：宁德时代季度末应付账款及票据逐步抬升（亿元）	9
图 17：宁德时代动力电池产能加速扩张，产能紧缺或将缓解	10
图 18：美的集团营运资金净变动情况（亿元）	10
图 19：华域汽车营运资金净变动情况（亿元）	10
图 20：宁德时代应收款项周转天数低于其他动力电池公司	11
图 21：宁德时代应付款项周转天数同样低于其他动力电池公司	11
图 22：宁德时代存货周转天数明显低于其他动力电池公司	11
图 23：产业链各环节集中度情况（根据 2019Q2 产销数据计算）	12
图 24：宁德时代逐步打造自身供应链的产业集群（未完全列示）	12
图 25：2018、2019H1 宁德时代经营性现金流净额已经能够覆盖资本开支（亿元）	13
图 26：宁德时代未来几年资本开支估算（亿元）	14
图 27：宁德时代未来几年净利润与折旧估算（亿元）	14
图 28：根据现金流推算的宁德时代货币现金变动（亿元）	15
图 29：宁德时代历年利息收入及测算年化收益率水平	15
图 30：宁德时代未来几年财务费用预测（亿元）	15
图 31：宁德时代快速实现国内客户的深度绑定以及海外客户突破	16
图 32：动力电池行业龙头中期盈利、市占率及行业要素分析	18
图 33：CATL 中期毛利率及净利率趋势预测	18
表 1：宁德时代各类固定资产折旧年限	6
表 2：公司部分设备折旧年限变更前后对税前利润的边际影响（亿元）	7
表 3：宁德时代已规划及在建项目明细表（亿元）	13

表 4：中期宁德时代国内市场装机份额测算（GWh）.....	16
表 5：中期宁德时代海外市场装机份额测算.....	17
表 6：宁德时代中期市场空间测算.....	18

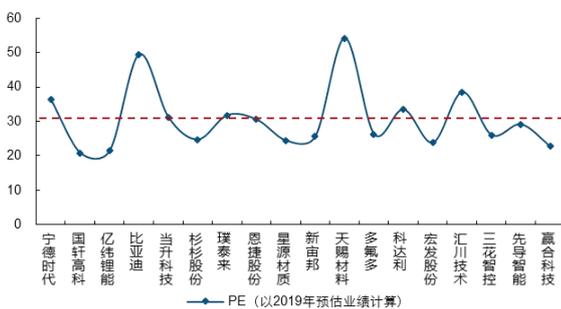
## 宁德时代该用 PE 还是 EV/EBITDA?

宁德时代是新能源车产业的标杆,关于其竞争实力、产业地位与长期成长性,市场鲜有质疑,但对于宁德时代应当匹配的市值几何,确是见仁见智。

本文希望通过分析,就宁德时代的估值探讨一二:

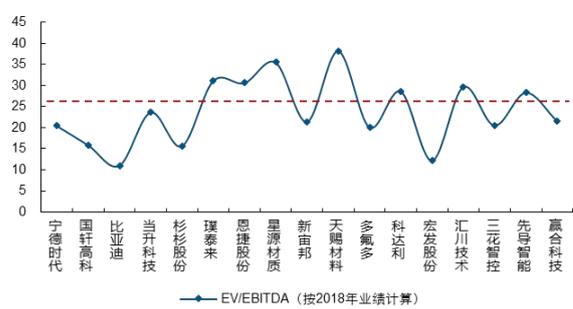
**对于宁德时代,选用不同的估值方法会带来截然不同的结论。**以 PE 为指标衡量,宁德时代对应 2019E 净利润的 PE 为 35 倍,位于锂电产业链中枢之上;若以 EV/EBITDA 为指标衡量,宁德时代对应 2018 年业绩的 EV/EBITDA 约为 20 倍,明显低于行业中枢。

图 1: 以 PE 衡量锂电产业链标的估值,宁德时代位于中枢偏上



资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 截止 2019.9.30

图 2: 以 EV/EBITDA 衡量锂电产业链标的估值,宁德时代位于中枢偏下

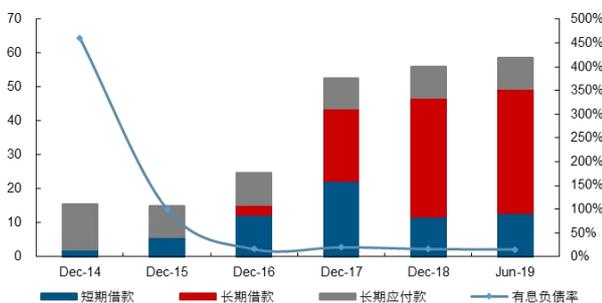


资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 截止 2019.9.30

宁德时代的 PE 或 EV/EBITDA 估值出现背离的原因在于公司资本结构中有息负债较低而在手现金高,同时折旧政策稳健影响了公司净利润的释放。

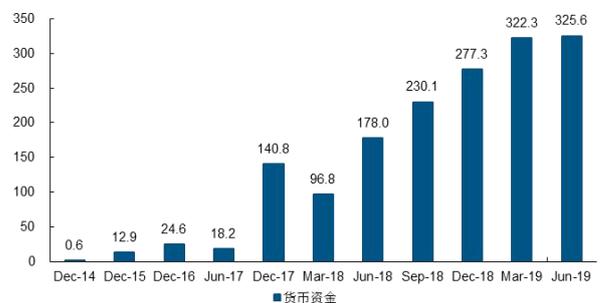
**从资本结构上看,**1) 宁德时代早期有息负债率较高,在经历多轮融资后 2016 年已降低至 20%以下,尽管近些年公司长期借款有所增长,但在盈利高增带动下,2019 年中有息负债率在 15%左右,说明公司经营资产的盈利能力绝大部分归属于股东。2) 从在手现金来看,除融资带来的现金增长外,公司经营业绩的稳健增长、对上下游议价带来的占款支撑公司货币资金大幅增加,2019 年中高达 326 亿元,占到总资产的 36%。

图 3: 宁德时代有息负债较少,2019 年中有息负债率约 15% (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 宁德时代货币资金持续增长,2019 年中达到 326 亿元 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

**从折旧方面来看,**根据宁德时代招股说明书披露,公司机器设备的折旧年限为 3-10 年,而公司于 2019 年 4 月的董事会上决议,公司拟对基于早期技术开发的动力电池生产设备的折旧年限进行变更,年限由 5 年变更为 4 年。

表 1：宁德时代各类固定资产折旧年限

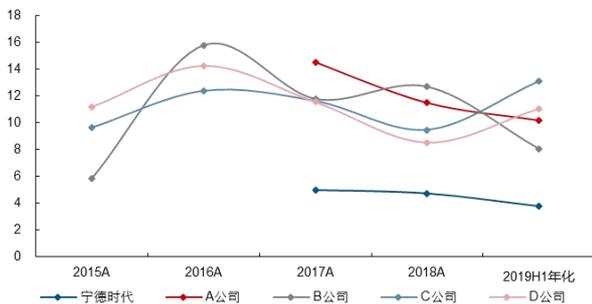
宁德时代	折旧年限（年）
房屋及建筑物	20
机器设备	3-10
运输设备	3-10
电子设备	3-10
其他	3-10

资料来源：公司公告，长江证券研究所

若以“机器设备期初期末平均值/机器设备当期折旧<sup>1</sup>”作为衡量企业的平均折旧年限来看，宁德时代 2017 年以来的平均折旧年限均在 5 年以下，而国内同行业相关公司的计算值在 10 年左右，反映了宁德时代在会计上对设备折旧年限设定与机器设备达到预定可使用状态的判断更为稳健。

从绝对体量上看，宁德时代 2018 年折旧高达 21.3 亿元，相当于当期归属净利润的 63%，2019H1 因折旧政策变更，已占到当期归属净利润的 86%。考虑到动力电池净利率水平在 10%左右，而折旧通常占动力电池成本的 8%-10%，折旧政策的稳健与否，对公司最终业绩的影响已不容忽视。

图 5：宁德时代机器设备平均折旧年限不到 5 年，远低于行业水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：平均折旧年限=( ( 期初机器设备原值 + 期末机器设备原值 ) / 2 ) / 机器设备当期折旧

总结来看，宁德时代 EV/EBITDA 与 PE 估值产生背离的关键在于公司折旧政策设定的稳健性，而低有息负债、高货币资金的资本结构也使得经营资产的盈利能力被低估。因而 EV/EBITDA 或是对宁德时代更好的估值方式。

以另一个视角来看，折旧政策设定的差异对于企业经营性现金流并不造成影响，从长周期来看对于归属净利润的影响也微乎其微，当期因折旧政策稳健导致的报表利润偏低，最终也会体现为后续报表的盈利增厚，而其中关键便是对公司折旧额边际变化的判断。

我们摘录公司招股说明书及历年财报数据，并作出一定的假设进行分析：

- 1) 对公司历年新增的机械设备资产原值进行估算，除 2018 年直接采用年报数据外，其余年份将整体固定资产净值的增加与当年整体计提的折旧进行加总，并给予机械

<sup>1</sup> 该方式计算平均折旧年限，忽略了固定资产达到可使用状态前以及前期折旧计提完成的影响，且忽略了固定资产转固在当期的具体时点（以平均值计算），故存在偏差。

图 6：宁德时代历年归属净利润与当期折旧金额对比（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

设备一定的占比（按机械设备占整体固定资产 70%）进行估算，对于 2015 年以前的固定资产，因体量较小，合并至 2015 年进行考虑。

- 2) 公司在 2019 年对基于早期技术开发的动力电池生产设备的折旧年限进行变更，我们无法确定公司早期技术对应的生产设备占比几何，依据经验判断，假设 2017 年以前的设备资产为早期技术的生产设备，2019 年起折旧年限由 5 年变更为 4 年，而 2018 年以后的设备资产暂不受影响，折旧年限依旧为 5 年。
- 3) 假设历年设备资产自年中开始计提折旧（当年按 0.5 年计提），变更折旧政策的相关设备按剩余年限进行折旧计提，例如 2015 年的设备资产将于 2019 年全部计提，2016 年的设备资产于 2020 年中计提完成。

#### 依照上述假设，我们得出：

- 1) 折旧政策变更在 2019、2020 年对公司税前利润分别造成-7.4（公司公告估计为 7.54 亿元）、-1.6 亿元的影响，而比照变更前相关资产的折旧计提节奏，政策变更将在 2021-2022 年分别增厚税前利润 4.7、4.2 亿元。
- 2) 公司对设备资产作出 4-5 年折旧的判断，主要基于审慎性的考虑，我们认为从锂电池行业的角度出发，终端需求存在高低端分层，公司早期技术的设备即使无法满足新技术的生产需要，也可在其他的生产需要中发挥剩余价值，根据公司设备资产的折旧进度看，2015 年的设备将于 2020 年全部计提折旧，2016 年的资产将于 2021 年全部计提折旧，届时有望对公司经营业绩带来正面的边际贡献。

表 2：公司部分设备折旧年限变更后对税前利润的边际影响（亿元）

当年新增设备资产原值-新政策	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
2015年以前	10.7	2.1	2.1	3.2		
2016年	22.0	4.4	4.4	7.3	3.7	
2017年	42.3	4.2	8.5	11.9	11.9	5.9
2018年	28.1		2.8	5.6	5.6	5.6
<b>新折旧年限下2018年 及以前设备当年折旧额</b>	<b>10.8</b>	<b>17.8</b>	<b>28.0</b>	<b>21.1</b>	<b>11.5</b>	<b>5.6</b>
当年新增设备资产原值-原政策	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
2015年以前	10.7	2.1	2.1	1.1		
2016年	22.0	4.4	4.4	4.4	2.2	
2017年	42.3	4.2	8.5	8.5	8.5	4.2
2018年	28.1		2.8	5.6	5.6	5.6
<b>原折旧年限下2018年 及以前设备当年折旧额</b>	<b>10.8</b>	<b>17.8</b>	<b>20.6</b>	<b>19.5</b>	<b>16.3</b>	<b>9.8</b>
<b>折旧政策变更对税前利润的影响</b>			<b>-7.4</b>	<b>-1.6</b>	<b>4.7</b>	<b>4.2</b>

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：根据公司公告本次调整固定资产折旧年限预计 2019 年度计提折旧增加额约 75,400 万元，与测算有所偏差

## 经营性现金流亮眼，现金周期如何演绎？

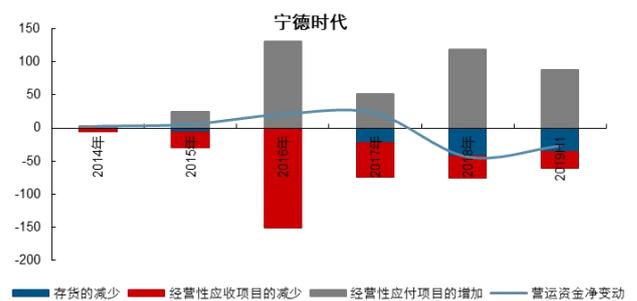
前文分析资本结构与折旧政策的差异使得 PE 无法恰当地反应宁德时代的价值；而盈利能力、利润增长的变化事实上也不能充分体现宁德时代在行业中独树一帜的龙头地位。

2018 年宁德时代净利润为 37.36 亿元，而经营性现金流净额则达到 113 亿元；2019H1 公司净利润为 23.5 亿元，经营活动现金流净额则达到 72.8 亿元。经营性现金流净额明显大于净利润，除了前文分析的高额折旧外，也与公司营运资金垫付持续减少有关。

图 7：2018Q2 以来宁德时代经营性现金流净额远大于净利润（亿元）



图 8：宁德时代营运资金自 2018 年以来净减少（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

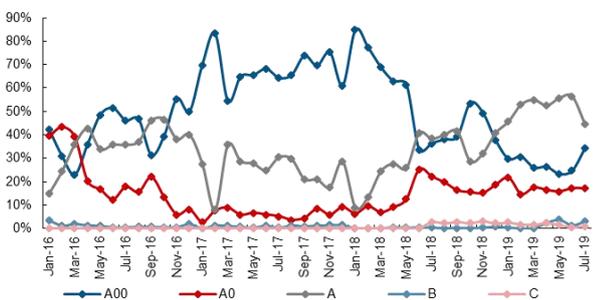
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：净变动为负代表营运资金垫付减少

**公司自行垫付的营运资金减少的根本原因在于公司对上下游议价能力的提升，具体来看：**

2018 年过渡期后，补贴政策引导纯电动车向长续航的结构切换，同时供给优化下终端运营类需求加速启动，带动 EV 乘用车车型结构快速升级，A00 级占比从 2017-2018H1 的 60%-70%，下降至 30%左右，而 A 级车占比逐步提升至 50%左右。

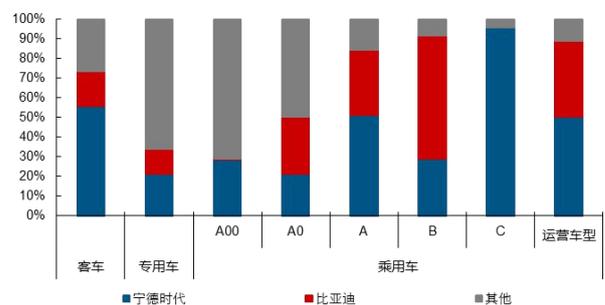
车型结构升级进一步体现为对动力电池品质的差异化要求，例如有限的车型空间满足足够的续航里程，需匹配高能量密度电池，又如运营类车型要求长循环、低衰减、高倍率等。动力电池门槛提升下供应链逻辑重塑，从过去 A00、A0 级相对同质化、分散的供应链，切换为 A 级以上车型供应链几乎由宁德时代、比亚迪（自供）垄断的状况。

图 9：2018H2 以来 EV 乘用车快速向高级别、长续航升级



资料来源：乘联会，长江证券研究所

图 10：宁德时代、比亚迪几乎垄断高级别车型供应链（2018 年数据）



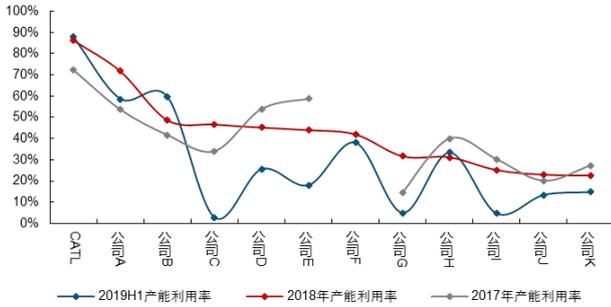
资料来源：合格证数据，长江证券研究所

动力电池产品差异化直接导致品质最优的宁德时代产品处于供不应求的状态，体现为：

- 1) 宁德时代产能利用率由 2017 年 70%左右，提升至 2018-2019H1 接近 90%的开工率水平（考虑产线调试、假期等因素，预计已经接近满产水平）；
- 2) 公司的存货结构中，

2017 年以前以库存商品、原材料为主要构成，而从 2018 年中的数据来看，库存商品占比大幅下降，取而代之的是大比例的发出商品，进而反映公司正处于满产满销的状态。

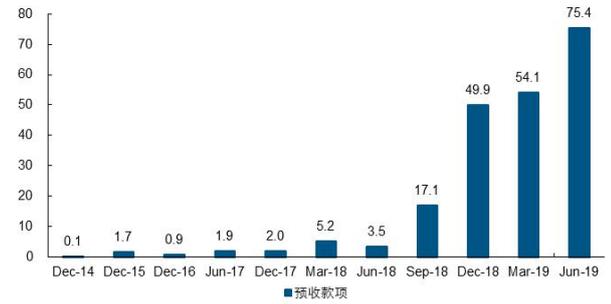
图 11：产品差异化逐步凸显，龙头与行业其他企业产能利用率分化



资料来源：GGII，鑫椏资讯，长江证券研究所

产品差异化与供货能力不足直接带来公司对下游议价能力的明显提升，1) 公司预收账款自 2018 年 3 季度起明显增长，2019 年 2 季度末已达到 75.4 亿元，预收账款主要系车企保障供货稳定而支付；2) 公司应收款项保持稳定，应收款项周转率持续提升。

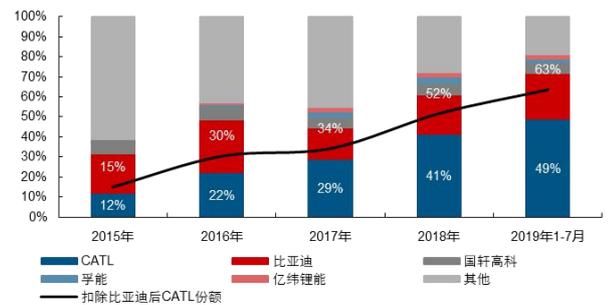
图 13：宁德时代季度末预收账款持续增长（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

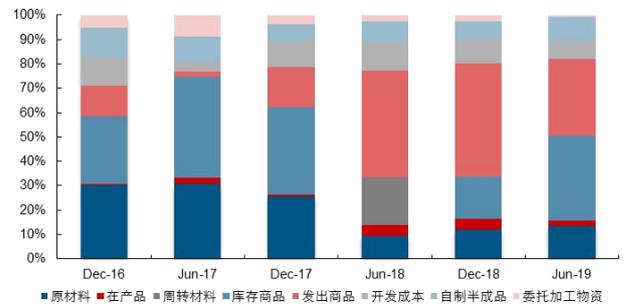
公司竞争力进一步体现在市场份额的大幅提升，2018、2019 年 1-7 月 CATL 动力电池装机份额同比分别提升 12pct、8pct，在剔除自供为主的比亚迪后，在第三方市场的份额高达 60%，进而公司获得对上游供应商的强势话语权，应付款项明显增长。

图 15：宁德时代市场份额持续提升



资料来源：合格证数据，长江证券研究所

图 12：宁德时代存货中发出商品占比明显提升，库存商品占比相对下降



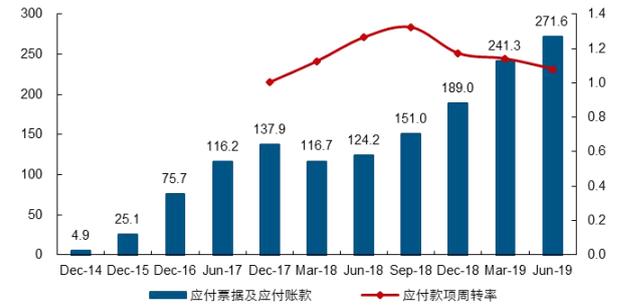
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 14：宁德时代季度末应收账款及票据平稳增长（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：周转率按收入 TTM/期初末平均应收款项

图 16：宁德时代季度末应付账款及票据逐步抬升（亿元）

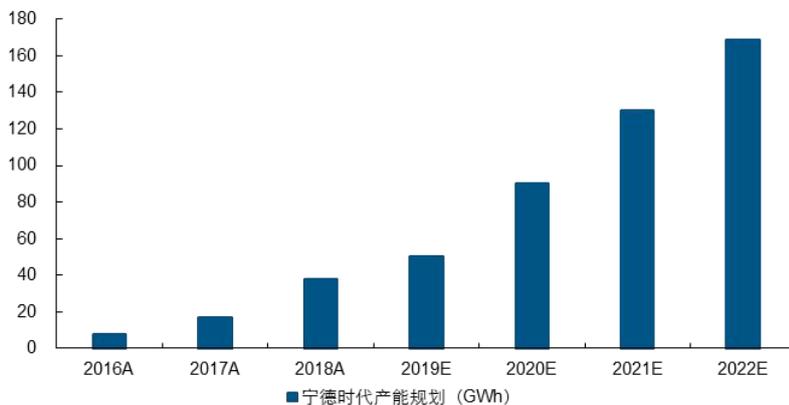


资料来源：Wind，长江证券研究所 注：周转率按成本 TTM/期初末平均应收款项

展望后续，我们从短期产业链的景气变化与中长期产业链地位出发，对宁德时代的营运资金变化进行分析：

**从短期来看**，公司过去 4-5 个季度对下游强势的议价能力源于自身产品的供不应求，这一方面是高端产品壁垒带来的行业格局优势，另一方面也是公司自身产能扩张节奏与国内动力电池需求爆发的错配。我们认为高端动力电池的产品壁垒较高，差异化始终存在，公司对下游供应商依旧可以保有较强的议价能力，但 2019 年起公司产能将加速投放，产能瓶颈的问题或将得到缓解，事实上对于并非重资产属性的汽车供应链而言，保持 70%-80% 的产能利用率是合理水平。因而我们认为公司短期的营运资金变化，尤其是预收款项增长的趋势可能出现阶段性波动，由此影响经营性现金流变化也在情理之中。

图 17：宁德时代动力电池产能加速扩张，产能紧缺或将缓解

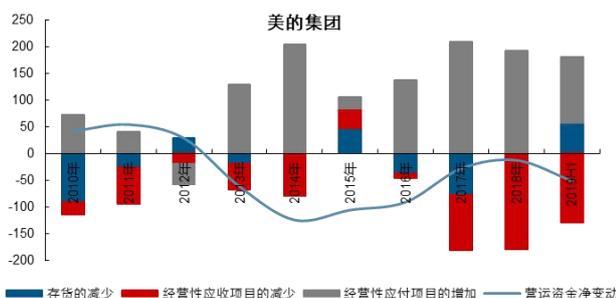


资料来源：公司公告，长江证券研究所

**从中长期看**，公司营运资金的变动趋势主要由产业链地位所决定。从行业比较来看，我们选取家电中的美的集团与汽车零部件中的华域汽车为例，发现美的集团自 2013 年以来每年的营运资金变动均为负，华域汽车尽管波动较大，但多数年份营运资金变动为负。

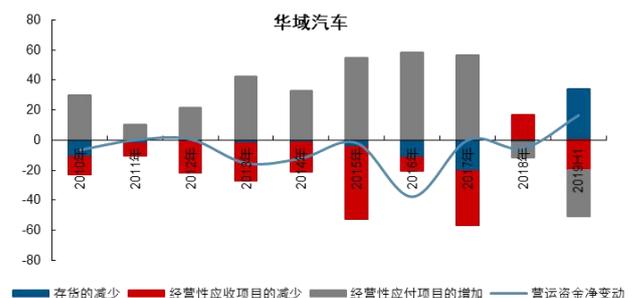
进一步分析来看，美的集团在多数年份表现出对上游极强的占款能力，体现为经营性应付项目大幅增加，同时公司存货的增加与经营性应收的增加相对可控，表明其下游的备货、回款情况良好，这与美的集团在产业链中的地位相匹配。与美的不同的是，华域汽车下游为整车厂，产业链地位同样较高，因而公司多数年份的应收项目大幅增加，但华域汽车作为一级供应商，成功将现金周转压力向上游转移，同样保持较好的现金周期。

图 18：美的集团营运资金净变动情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：负营运资金净变动代表垫付营运资金减少

图 19：华域汽车营运资金净变动情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：负营运资金净变动代表垫付营运资金减少

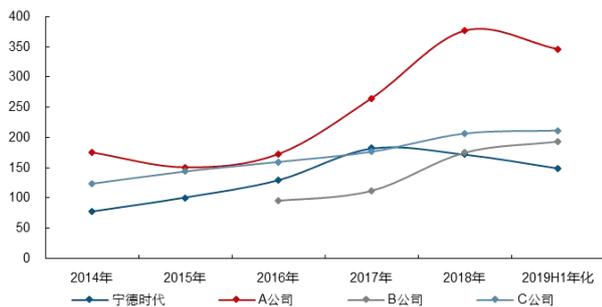
通过美的集团与华域汽车的案例可以看出，在制造业中话语权最强的环节，往往能够实现上游占款、同时对下游保持良好的回款（例如美的集团），即使面对相对强势的下游，也能够向上游供应商转移，同样实现历年净营运资金垫付的减少。

回到动力电池企业，对比宁德时代与其他动力电池公司来看：

- 1) 宁德时代的应收账款周转天数自 2018 年以来有明显改善，2019H1 年化已低于其他电池企业，一方面是公司对下游议价能力的提升，另一方面也是公司客户结构优质使然；
- 2) 宁德时代的应付账款周转天数同样小于其他动力电池企业，这与产业链所反馈的宁德时代回款相对二线较好的信息一致；
- 3) 宁德时代的存货周转天数明显低于行业水平，说明公司产品的保持更好的销售情况。也就是说，宁德时代过去现金周期好于行业来自于优质的客户结构和稳定快速的产品销售，而对于供应商的占款程度甚至小于行业水平。

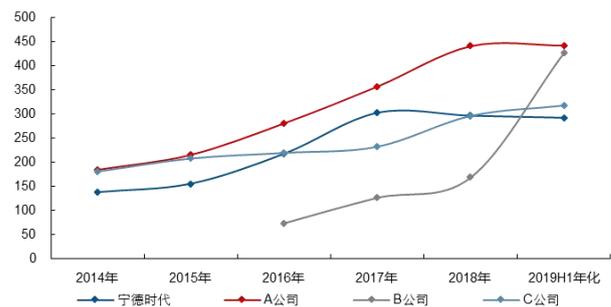
值得一提的是，当前新能源汽车产业链的账期普遍较长，主要受新能源汽车补贴下发时滞的影响，随着财政部推动新能源车补贴预拨付机制建立、单车补贴额逐步减少，行业整体的账期有望缩短。

图 20：宁德时代应收款项周转天数低于其他动力电池公司



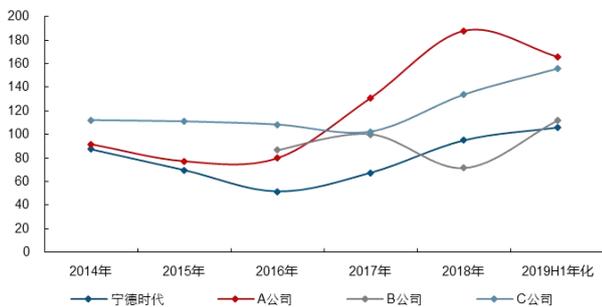
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：宁德时代应付款项周转天数同样低于其他动力电池公司



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：宁德时代存货周转天数明显低于其他动力电池公司



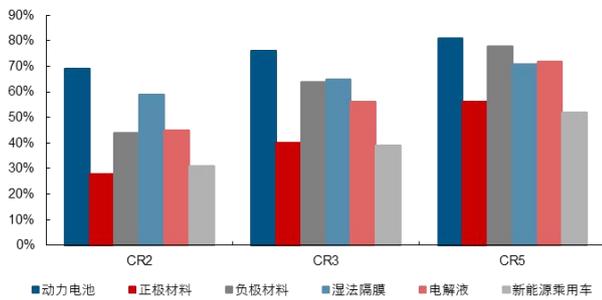
资料来源：Wind，长江证券研究所

**总结来看，从中长期产业链地位的角度分析，我们认为动力电池龙头对下游的议价能力或弱于家电龙头（因家电下游为渠道、消费者，而动力电池下游客户为整车厂），但预计会好于传统汽零龙头，除了动力电池自身较高的壁垒外，更在于动力电池先发优势的**

属性下，行业集中度将远高于相对分散的整车环节，因而未来新能源车的整零关系将不同于传统车，呈现“资源-电池-整车”的铁三角格局。

供应商方面，动力电池属于化学集成品，原材料成本占比高，且从行业格局上看，上游集中度均低于动力电池；而考虑到宁德时代在行业深耕多年，已培育出完整的供应链体系，形成产业集群，公司对于上游企业预计将保持较强的议价能力。从前文分析来看，制造业龙头通常通过保持对上游占款能力维持自身较低的现金周期，而事实上当前宁德时代的回款情况好于二线企业（应付款项周转率绝对值较低的原因在于行业整体回款较差），我们认为伴随国内动力电池格局进一步清晰，宁德时代销售体量持续扩大，公司对上游的占款能力有望进一步凸显。

图 23：产业链各环节集中度情况（根据 2019Q2 产销数据计算）



资料来源：合格证数据，鑫椏资讯，长江证券研究所

图 24：宁德时代逐步打造自身供应链的产业集群（不完全统计）

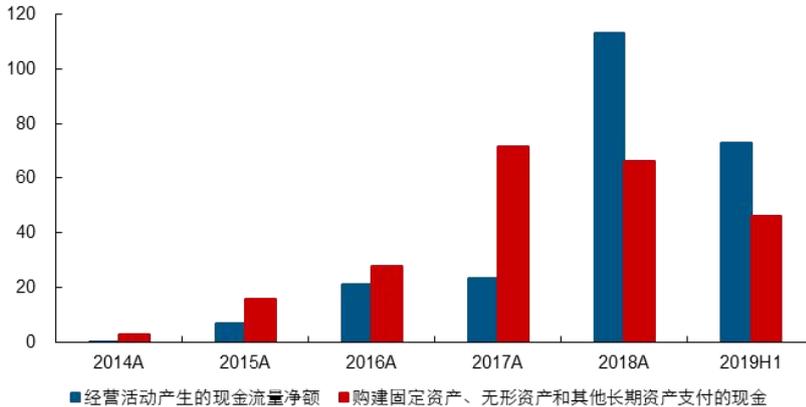


资料来源：公司公告，GGII，长江证券研究所 注：标黄为 CATL 项目所在地

## 自我造血伊始，不可低估的利息收入

凭借上下游议价能力提升带来的营运资金减少，以及折旧成本的加回，公司2018-2019H1的经营性现金流净额明显好于净利润，而对比资本开支来看，我们发现2018-2019H1宁德时代的经营性现金流净额已经覆盖自身的资本开支，也就是说在持续庞大的产能扩张下，宁德时代实现了自我造血。

图 25：2018、2019H1 宁德时代经营性现金流净额已经能够覆盖资本开支（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

考虑到宁德时代产能规划庞大，后续将面临持续、大额的资本开支，其资金来源尤其是是否需要持续的再融资也是市场所关注的问题。为此我们梳理了宁德时代所有的在建项目，对公司后续的资本开支进行简单的统计和展望。

需要说明的是，1) 对于宁德时代合资项目，采取权益投资额的方式计算；2) 时点截止2019年中报，后续宁德邦普、Pilbara、宜宾基地等项目的开支暂未统计在内。

表 3：宁德时代已规划及在建项目明细表（亿元）

基地	预算数	投资额	权益比例	起始年份	建设期	累计投资额	2019年起所需
	2019-06	总额				2019-06	权益投资额
宁德湖东园区	128.9		100%			128.9	13.1
宁德湖西园区	116.6	98.6	100%	2017年	36个月	38.9	100.8
宁德湖西扩建		46.2	100%	2019.04	36个月		46.2
宁德锂动力			55%				0.6
江苏时代溧阳			100%				
江苏时代三期	120.0	74.0	100%	2018.11	24个月	31.1	109.7
青海时代西宁	29.0		60%			22.3	2.0
德国图林根基地	140.7	140.4	100%	2018.07	60个月	0.3	140.4
时代上汽	70.0		51%			21.6	32.5
时代广汽		46.3	51%	2018.12	24个月		23.6
时代一汽		44.0	51%	2019.04	36个月		22.4
东风时代			50%				
时代吉润			51%				
工程研究中心	7.6		100%			5.8	2.5

屏南时代	9.0	100%		2.8	7.0
广东邦普三水	13.7	34%		6.3	3.0
湖南邦普四期		34%			0.1
湖南邦普五期	13.0	34%		8.1	2.7
宁德邦普-正极		34%	2019.04	60个月	31.1
宁德润源		95%			1.8

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：2019 年中报后公司新增宁波邦普、Pilbara、宜宾等项目

根据宁德时代规划及在建项目的投资额，并参考公告披露的规划投产节奏，我们按乐观、保守对未来几年宁德时代的资本开支进行估算：

1) 汇总目前已规划项目，宁德时代自 2019 年起的资本开支总额（权益）超过 500 亿元，若保持激进的资本开支节奏，则公司 2020-2021 年资本开支或达到每年 140 亿元左右，若按保守的资本开支节奏计算，公司未来三年的资本开支将维持在 110 亿元左右。

2) 2018 年公司归属净利润体量已达到 33.9 亿元，我们预计 2019-2021 年仍将维持稳健增长；同时伴随资本开支落地，公司年折旧额将明显提升，预计 2019 年接近 40 亿元，2020-2021 年或达到 50-60 亿元，即在不考虑营运资金变动对现金流影响的情况下，仍依赖于净利润与折旧加回，宁德时代的经营性现金流净额或接近 100 亿元。

图 26：宁德时代未来几年资本开支估算（亿元）

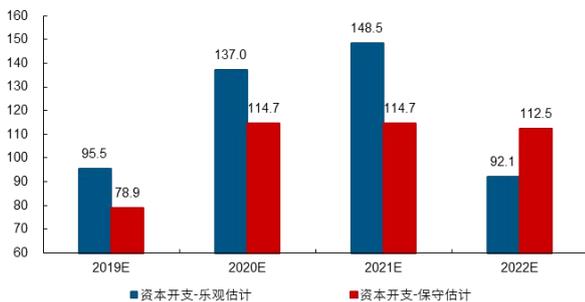
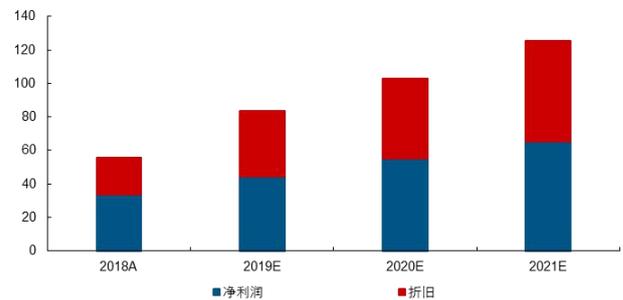


图 27：宁德时代未来几年净利润与折旧估算（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

资料来源：Wind，长江证券研究所

根据宁德时代未来几年的资本开支以及经营性现金流变化，我们对公司未来几年的货币现金进行测算：

1) 保守条件下，考虑短期预收账款或有减少的潜在影响，预计 2020、2021 年货币现金或有减少，但仍维持在 220-250 亿元；2) 乐观条件下，若公司预收账款维稳，对上下游保持强势，公司在手现金或维持在 300 亿元附近的水平；3) 公司拟发行票面总金额不超过 100 亿元，期限不超过 5 年（含 5 年）的公司债券，9 月已获证监会核准（采用分期发行，首期在核准后 12 个月内，剩余各期在核准后 24 个月内），假设公司于 2020、2021 年各发行 50 亿元公司债券，则公司在手现金有望达到 350 亿元以上。

宁德时代通过良好的现金管理，以投资安全性高、流动性好的保本型理财产品、结构性存款或办理定期存款的方式，为公司带来丰厚的利息收入，2019Q1、Q2 公司单季度利息收入分别为 2.6、2.8 亿元，进而使得上半年整体财务费用为-4.28 亿元；且根据公司利息收入及货币资金总额进行测算，公司货币资金的年化收益率维持在 3% 以上。

图 28：根据现金流推算的宁德时代货币现金变动（亿元）

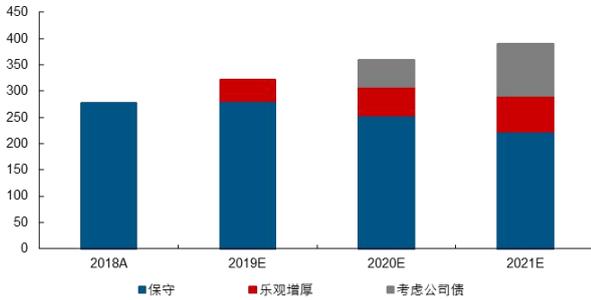


图 29：宁德时代历年利息收入及测算年化收益率水平

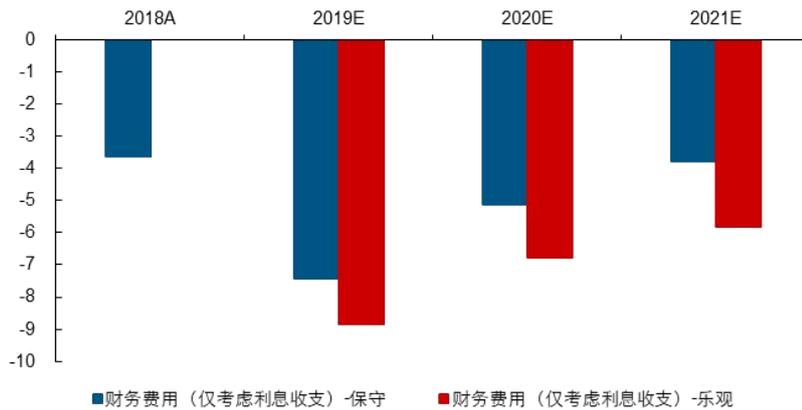


资料来源：Wind, 长江证券研究所 注：假设公司债于 2020 年发行

资料来源：Wind, 长江证券研究所

我们认为宁德时代的经营性现金流净额在未来几年能够接近甚至覆盖资本开支，且货币资金体量大、收益率较高，未来所取得的利息收入不可低估，在考虑公司货币资金变化以及债券发行的情况下，预计公司 2019 年财务费用（仅考虑利息收支）或为-7~-10 亿元，2020-2021 年同样在-4~-7 亿元的水平，将为公司带来可观的利润增厚。

图 30：宁德时代未来几年财务费用预测（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

## 远期空间广阔，冉冉升起的锂电巨头

新能源车成长趋势确定、长期空间广阔，我们认为宁德时代是产业链最具中长期投资价值标的：1) 动力电池价值量大，中期市场空间超过 5000 亿元，其中实现全球化、大批量供货的龙头公司，具备成长为大市值空间的潜力；2) 动力电池行业壁垒高、格局集中，将是产业链中地位最强的环节之一。事实上，宁德时代中远期的市值空间，也是公司当前估值的重要支撑，为此，我们就宁德时代的远期空间进行测算。

从量的层面看，宁德时代实现国内客户的深度绑定，包括与上汽、东风、广汽、吉利、一汽合资子公司，与江铃、华晨宝马、北汽深度战略合作；同时海外客户实现快速突破，目前已覆盖大众、戴姆勒、捷豹路虎、本田、沃尔沃、丰田等海外头部车企。

图 31：宁德时代快速实现国内客户的深度绑定以及海外客户突破



资料来源：公司公告，CATL 宁德时代新能源官方公众号，汽车之家，长江证券研究所

我们预计公司中远期将在国内保持高市占率，同时不断蚕食海外市场份额：

1) 国内方面，凭借一线客户的全面覆盖和深度绑定，预计公司未来在多数车企集团将以主供的角色出现，整体市场份额有望达到 50%左右，同时考虑到公司与上汽、一汽、东风、广汽等车企合资，在考虑权益市场份额的情况下，预计权益装机份额在 40%左右。

表 4：中期宁德时代国内市场装机份额测算（GWh）

车企	2018A		2025E	
	宁德供应份额	车企装机份额	车企装机份额	宁德供应份额
上汽集团	71%	9%	18%	70%
一汽集团	14%	1%	8%	70%
东风集团	38%	7%	10%	70%
广汽集团	87%	2%	9%	70%
北汽集团	55%	15%	9%	60%
吉利集团	80%	8%	8%	50%
长安集团	36%	4%	6%	30%
长城汽车	51%	1%	3%	30%
华晨集团	74%	1%	2%	80%
比亚迪汽车	0%	24%	13%	0%
奇瑞汽车	68%	7%	3%	30%
江淮汽车	0%	5%	2%	0%

众泰汽车	0%	3%	1%	0%
江铃汽车	0%	4%	2%	60%
其他	32%	12%	6%	40%
<b>合计/权益装机份额E</b>	<b>38%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>50%</b>
				<b>40%</b>

资料来源：合格证数据，长江证券研究所 注：合资装机量为预测值

2) 海外方面，我们坚定看好宁德时代海外业务的持续突破，尤其是德国工厂落地后的快速放量，在悲观、乐观假设下，预计 2025 年宁德时代海外出货分别有望达到 83、146GWh，海外市场份额接近 20%、30%。

表 5：中期宁德时代海外市场装机份额测算

外资车企	装机需求 (GWh)		装机份额	
	2025年	2025-悲观	2025-乐观	
特斯拉	105.0		20% <sup>2</sup>	
雷诺-日产	46.5	20%	30%	
通用	40.4	20%	30%	
宝马	24.0	40%	50%	
福特	12.6		20%	
三菱	9.9	20%	30%	
大众	80.3	20%	30%	
丰田	37.5	20%	30%	
本田	40.0	30%	40%	
戴姆勒集团	19.2	30%	40%	
沃尔沃	21.0	30%	40%	
现代起亚	12.6	10%	20%	
PSA	7.5	20%	30%	
FCA	4.4		20%	
其他	40.0	10%	20%	
<b>装机量合计</b>	<b>500.8</b>	<b>83.3</b>	<b>145.6</b>	

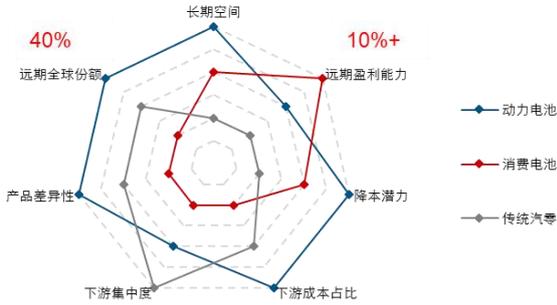
资料来源：Marklines，长江证券研究所 注：宁德时代预测供货客户多选择目前已有合作或定点的企业

**盈利方面**，我们认为未来动力电池龙头中期盈利能力将优于传统汽零，低于消费电池：

- 1) 从产业价值链角度看，新能源车动力电池占下游的成本比例最高、降本潜力最大；考虑到行业尚处于快速成长期，行业较大的降价压力将导致盈利能力波动更大，短期盈利能力或将以震荡下行为主，但随着行业竞争格局的演变，长期盈利能力将逐步趋稳。
- 2) 考虑到消费锂电池占下游智能手机等产品成本比例不足 2%，且下游降价压力有限；动力电池产品差异性高于传统汽零，行业龙头对下游议价权更强。综合来看，动力电池行业龙头中期盈利能力或高于传统汽零，而低于消费锂电池，当前消费电池龙头 ATL 营业利润率可达 15%~20%，传统汽零行业平均净利率约 8%~10%，我们预计 CATL 中期毛利率及净利率可分别达到 25%与 10%以上。

<sup>2</sup> 宁德时代目前暂未与特斯拉、福特、FCA 等车企建立合作关系，在悲观预期中，我们暂不假设其远期待额，但在乐观假设中，我们给予一定的预期。

图 32: 动力电池行业龙头中期盈利、市占率及行业要素分析



资料来源：长江证券研究所

依据前文对于新能源车市场空间、宁德时代国内外份额以及动力电池龙头盈利能力的判断，我们对宁德时代中期潜在市值空间进行测算，分乐观、中性、悲观假设：

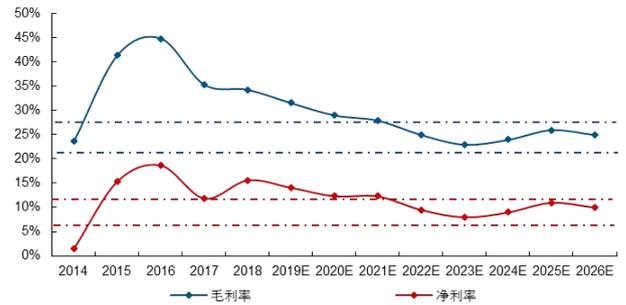
- 1) 乐观情景下**，预计 2025 年全球动力锂电池需求超 1100GWh，宁德时代占据国内三元 45% 的权益份额，海外 30% 的市场份额，以及国内铁锂市场 55% 的份额，对应动力锂电池出货近 425GWh。在净利率 11% 的假设下，对应公司整体净利润 256 亿元左右；
- 2) 中性场景下**，预计 2025 年全球动力锂电池需求在 925GWh 左右，宁德时代占据国内三元 40% 的权益份额，海外 25% 的份额，以及国内铁锂市场 50% 的份额，对应动力锂电池出货 309GWh 左右。净利率 10% 的假设下，对应公司整体净利润 174 亿元左右；
- 3) 悲观场景下**，预计 2025 年全球动力锂电池需求在 740GWh 左右，宁德时代占据国内三元 35% 的权益份额，海外 20% 的份额，以及国内铁锂市场 45% 的份额，对应动力锂电池出货 191GWh 左右。净利率 9.5% 的假设下，对应公司整体净利润 118 亿元左右；

**估值方面**，考虑到 2025 年前后国内、海外新能源车渗透率分别在 20%-25%、15%-20% 的水平，仍有广阔空间，且经济性接近与燃油车平价，需求有望加速增长；同时，伴随产业链持续降本增效，行业格局与盈利弹性有望好于当前时点，因此我们认为公司中期仍可维持 25 倍左右的估值水平，对应乐观、中性、悲观假设下，市值空间分别达到 6406、4350、2944 亿元。我们认为，正是因为宁德时代中期 3000-4000 亿元的潜在市值，较当前仍有翻倍以上的空间，对公司当前的估值体系构成强力的支撑。

表 6: 宁德时代中期市场空间测算

CATL 远期市值估算			单位	2025-乐观	2025-中性	2025-悲观
全球动力电池 装机量	动力三元	国内	GWh	449.4	374.5	299.6
		海外		560.5	467.1	373.7
	动力铁锂			100.6	83.8	67.0
	动力锂电池需求合计			1110.4	925.4	740.3
销量 -18年部分未确 认	动力三元	国内	GWh	202.2	149.8	104.8
		海外		168.2	116.8	74.7
	动力铁锂			55.3	41.9	30.2
	动力锂电池销量合计			425.7	308.5	209.8
市占率	动力三元	国内	45%	40%	35%	
		海外	30%	25%	20%	
	动力铁锂		55%	50%	45%	

图 33: CATL 中期毛利率及净利率趋势预测



资料来源：公司公告，长江证券研究所

单价 -不含税	三元模组	国内	元/Wh	0.51	0.51	0.51
		海外		0.51	0.51	0.51
	铁锂PACK	国内		0.55	0.55	0.55
对应收入 -不含税	动力三元	国内	亿元	1031.3	763.9	534.7
		海外		857.6	595.5	381.2
	动力铁锂	国内		304.2	230.5	165.9
	动力锂电收入合计			2193.1	1589.9	1081.8
动力电池平均净利率			%	11.0%	10.0%	9.5%
动力电池国内净利润				146.9	99.4	66.6
动力电池国外净利润			亿元	94.3	59.6	36.2
其他业务净利润-减值等				15.0	15.0	15.0
扣非/净利润合计			亿元	256.2	174.0	117.8
业绩复合增速			%	35%	27%	21%
当前/合理PE区间			倍	25	25	25
对应市值区间			亿元	6406	4350	2944
其中：	海外业务贡献市值		亿元	2358	1489	905

资料来源：合格证数据，Marklines，GGII，长江证券研究所

**主要财务指标**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	29611	41825	55894	68826
增长率(%)	48%	41%	34%	23%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	3387	4532	5426	6663
增长率(%)	-13%	34%	20%	23%
每股收益(元)	1.53	2.05	2.46	3.02
净资产收益率(%)	10%	12%	13%	13%

注：主要财务数据与估值模型 EPS 按最新股本摊薄

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018	2019	2020	2021		2018	2019	2020	2021
<b>营业收入</b>	<b>29611</b>	<b>41825</b>	<b>55894</b>	<b>68826</b>	货币资金	27731	26628	24103	25330
营业成本	19902	29804	40871	50489	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>9709</b>	<b>12021</b>	<b>15023</b>	<b>18337</b>	应收账款	15968	19480	26033	32056
%营业收入	33%	29%	27%	27%	存货	7076	8982	12317	15216
营业税金及附加	171	251	335	413	预付账款	865	1192	1430	1767
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2272	2163	2355	2532
销售费用	1379	1853	2403	2959	<b>流动资产合计</b>	<b>53911</b>	<b>58446</b>	<b>66239</b>	<b>76901</b>
%营业收入	5%	4%	4%	4%	可供出售金融资产	1517	1517	1517	1517
管理费用	1591	2259	2739	2822	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5%	5%	5%	4%	长期股权投资	965	1765	2765	3965
财务费用	-280	-706	-540	-330	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-1%	-2%	-1%	0%	固定资产合计	11575	14474	20274	23284
资产减值损失	975	735	682	710	无形资产	1346	1728	2083	2410
公允价值变动收益	-314	0	0	0	商誉	100	100	100	100
投资收益	184	110	120	120	递延所得税资产	1241	1241	1241	1241
<b>营业利润</b>	<b>4168</b>	<b>6023</b>	<b>7478</b>	<b>9531</b>	其他非流动资产	3229	6673	9970	12970
%营业收入	14%	14%	13%	14%	<b>资产总计</b>	<b>73884</b>	<b>85943</b>	<b>104189</b>	<b>122388</b>
营业外收支	36	34	34	34	短期贷款	1180	234	265	312
<b>利润总额</b>	<b>4205</b>	<b>6057</b>	<b>7512</b>	<b>9565</b>	应付款项	18898	24497	30233	33198
%营业收入	14%	14%	13%	14%	预收账款	4994	3764	2795	2753
所得税费用	469	848	1052	1339	应付职工薪酬	1122	1669	2289	2827
净利润	3736	5209	6460	8226	应交税费	723	1004	1341	1652
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>3387</b>	<b>4532</b>	<b>5426</b>	<b>6663</b>	其他流动负债	4167	5118	6148	7302
少数股东损益	349	677	1034	1563	<b>流动负债合计</b>	<b>31085</b>	<b>36286</b>	<b>43071</b>	<b>48044</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>1.53</b>	<b>2.05</b>	<b>2.46</b>	<b>3.02</b>	长期借款	3491	4791	4791	4791
					应付债券	0	0	5000	10000
					递延所得税负债	41	41	41	41
					其他非流动负债	4067	4067	4067	4067
					<b>负债合计</b>	<b>38684</b>	<b>45184</b>	<b>56970</b>	<b>66943</b>
					归属于母公司	32938	37820	43246	49909
					少数股东权益	2262	2939	3973	5536
					<b>股东权益</b>	<b>35200</b>	<b>40759</b>	<b>47219</b>	<b>55445</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>73884</b>	<b>85943</b>	<b>104189</b>	<b>122388</b>
					<b>基本指标</b>				
						2018	2019	2020	2021
					经营活动现金流净额	11316	9827	8885	12220
					取得投资收益	4	110	120	120
					长期股权投资	-174	-800	-1000	-1200
					无形资产投资	63	-500	-500	-500
					固定资产投资	-3355	-6819	-11480	-10990
					其他	-16025	-3410	-3263	-2966
					<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-19488</b>	<b>-11419</b>	<b>-16123</b>	<b>-15536</b>
					债券融资	0	0	5000	5000
					股权融资	6275	14	0	0
					银行贷款增加(减少)	629	354	31	47
					筹资成本	-216	-215	-318	-505
					其他	354	336	0	0
					<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>7043</b>	<b>490</b>	<b>4713</b>	<b>4542</b>
					<b>现金净流量</b>	<b>-1129</b>	<b>-1103</b>	<b>-2525</b>	<b>1227</b>
					EPS	1.53	2.05	2.46	3.02
					BVPS	14.91	17.13	19.58	22.60
					PE	46.62	34.84	29.10	23.70
					PEG	—	1.03	1.47	1.04
					PB	4.79	4.18	3.65	3.16
					EV/EBITDA	19.64	14.51	11.29	8.52
					ROE	10%	12%	13%	13%

## 投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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,独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与,不与,也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系,特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行,仅供长江证券股份有限公司(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。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告;本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表本公司或其他附属机构的立场;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有,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。如引用须注明出处为长江证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的,应当注明本报告的发布人和发布日期,提示使用证券研究报告的风险。未经授