

鲲鹏展翅，定增加码锂电版图

买入（维持）

2020年02月27日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	29,611	43,113	55,466	74,800
同比（%）	48%	46%	29%	35%
归母净利润（百万元）	3,387	4,614	5,807	7,620
同比（%）	-13%	36%	26%	31%
每股收益（元/股）	1.53	2.09	2.63	3.45
P/E（倍）	99.67	73.16	58.13	44.30

投资要点

- **定增 200 亿，加码锂电池产能建设及储能研发项目。**本次募集不超过 200 亿，主要投入四个动力及储能电池的建设和研发项目，建设电池总产能 52gwh，2-3 年内完成建设，分别为湖西项目（总投资 46 亿，16gwh）、江苏时代三期（74 亿，24gwh）、四川时代一期（40 亿，12gwh）及储能研发项目（总投资 30 亿）。其中前三个基地扩产在此前公司陆续公告过。
- **新增车里湾基地，预计扩建 30-40gwh 产能。**公司公告将建设宁德车里湾基地，总投资 100 亿元，建设期 2 年，我们预计规划产能约 30-40gwh。公司以上四个基地将新增 80-90gwh 项目，将在未来 2-3 年陆续投产。
- **每 gwh 投资 3.1 亿，较 IPO 募投项目下降 25%，生产效率进一步提升。**三个电池建设项目每 gwh 投资额约 3.08 亿元，其中单 gwh 设备投资额为 2.05 亿元。对比 IPO 募投项目来看，电池项目每 gwh 投资额减少 25%，设备投资的占比基本维持不变。分项目看，江苏时代三期设备投资额占比较高，单 gwh 设备投资额达到 2.27 亿。
- **项目平均单价 0.66 元/wh，利润 0.59 亿/gwh，净利率 9%，项目内部收益率达 15-16%。**公司预期三个项目达产后合计年收入 342.8 亿元，净利润 30.4 亿，对应单价约 0.66 元/wh（不含税），净利润约 0.59 亿元/gwh，净利率约 8.9%。对比 IPO 募投项目来看，募投湖西锂电项目预期每 gwh 利润约 0.59 亿，净利率仅 6.9%。分项目来看，三个项目对应单价较接近，而四川时代（宜宾）每 gwh 利润最高，达到 0.75 亿/gwh。
- **30 亿加码储能研发，重装迎接行业爆发。**本次定增项目包含电化学储能研发项目，预计总投资金额 30 亿元，包括研发设备购置、软件安装、项目运营等。锂电储能可广泛应用于分布式可再生能源系统、电网调峰调频、基站储能。北美、日韩储能市场已启动，19 年全球锂电储能装机电量 16gwh，同比+26%；国内 5G 基站率先爆发，年均需求 15gwh，空间广阔，因此公司加大储能研发。我们预计 19 年公司储能出货 1-1.5gwh，20 年预计大幅增长至 4-5gwh，未来将为公司重要增长点
- **规划超过 300gwh 产能，6 大基地构建全球锂电版图。**公司 6 大基地，包括宁德漳湾（东桥/湖东/湖西）、宁德车里湾、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂，合计规划产能近 300gwh；考虑目前合资产能，公司产能规划超过 350gwh。19 年公司产能近 60gwh（独资），此次定增 3 个项目加车里湾基地，未来 2-3 年可新增 80-90gwh 产能。
- **盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年净利润 46.14/58.07/76.2 亿元，同增 36%/26%/31%；对应 PE 73/58/44 倍。考虑到公司为全球龙头，给予 21 年 55 倍 PE，目标价 190 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销量低于预期，政策低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	152.86
一年最低/最高价	64.00/169.89
市净率(倍)	9.14
流通 A 股市值(百万元)	183827.83

基础数据

每股净资产(元)	16.73
资产负债率(%)	57.96
总股本(百万股)	2208.40
流通 A 股(百万股)	1202.59

相关研究

- 1、《宁德时代 (300750) 点评：确认供货特斯拉，进度大超预期》2020-02-04
- 2、《宁德时代 (300750) 业绩预告点评：年报逆势高增，稳居全球龙头》2020-01-22
- 3、《宁德时代 (300750) 三季度报点评：收入逆势超预期，电池龙头优势突出》2019-10-27

事件：

1) 公司拟非公开发行股票，发行对象为不超过 35 名特定对象，发行股本不超过 2.21 亿股，募集总金额不超过 200 亿元，用于宁德时代湖西锂电池扩建、江苏时代三期、四川时代一期、储能技术研发和补充流动资金。

2) 公司拟投资建设宁德车里湾锂离子电池生产基地项目，总投资不超过人民币 100 亿元。本项目建设期 2 年，规划建设动力及储能锂电池生产线，用地面积约 1300 亩。

图 1：宁德时代定增项目

项目名称	项目投资总额 (亿)	使用募集资金额 (亿)
宁德时代湖西锂离子电池扩建项目	46.24	40.00
江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目 (三期)	74.00	55.00
四川时代动力电池项目一期	40.00	30.00
电化学储能前沿技术储备研发项目	30.00	20.00
补充流动资金	55.00	55.00
合计	245.24	200.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

定增 200 亿，加码锂电池产能建设及储能研发项目。本次募集金额不超过 200 亿，主要投入四个动力及储能电池的建设和研发项目，建设电池总产能 52gwh，2-3 年内均完成建设，分别为湖西项目（总投资 46 亿，16gwh）、江苏时代三期（74 亿，24gwh）、四川时代一期（40 亿，12gwh）及储能研发项目（总投资 30 亿）。其中前三个基地扩产在此前公司陆续公告过。

新增车里湾基地，预计扩建 30-40gwh 产能。公司公告将建设宁德市车里湾锂电基地，总投资 100 亿元，建设期 2 年，我们预计该基地规划产能约 30-40gwh。因此公司以上四个基地将新增 80-90gwh 项目，将在未来 2-3 年陆续投产。

图 2：宁德时代定增项目

项目名称	投资金额 (亿元)	投入募集资金 (亿元)	建设期 (年)	规划产能 (gwh)	单gwh投资 (亿元/gwh)	设备投资额 及占比	单gwh设备投资 (亿元/gwh)
湖西锂电池项目	46.24	40	3	16	2.89	29.8 (64.5%)	1.86
江苏时代三期	74	55	3	24	3.08	54.5 (73.7%)	2.27
公告一：四川时代一期	40	30	2	12	3.33	22.4 (56%)	1.87
定增 电化学储能研发	30	20	5	包括研发设备购置、软件安装、项目运营			
补充流动资金	55	55					
合计	245.24	200		52			
定增新建项目合计	160.24		2-3年	52	3.08	106.7 (67%)	2.05

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：宁德时代基地建设相关公告梳理

发布时间	项目	投资额	投资额和建设期
2018年6月	IPO募投项目	计划投资：98.6亿+42亿 募投资金：33.5亿+20亿	宁德湖西项目：投资总额98.6亿，建设期36个月，共24条线对应24gwh。 动力及储能研发项目：投资总额42亿元，完成周期36个月
2018年7月	广汽合资成立子公司	10亿	分别出资10亿：时代广汽+广汽时代
2018年7月	欧洲基地（德国）一、二期	2.4亿欧元（约19亿元）	投资金额2.4亿欧元
2018年12月	时代广汽-投建动力项目	42.26亿	投资总额42.26亿，建设期24个月
2018年11月	溧阳（三期）	三期：74亿	投资总额74亿，建设期24个月；
2019年2月	北汽、普莱德战略合作		
2019年4月	湖西锂电项目	46.2亿	总投资不超过46.2亿元，建设期36个月
2019年4月	时代一汽-宁德霞浦项目	44亿	总投资不超过44亿，建设期36个月
2019年6月	欧洲基地（德国）增资	18亿欧元（约140亿元）	总额不超过18亿欧元（含之前的2.4亿欧元），建设期5年
2019年9月	设立宁波邦普	36亿	出资36亿设立宁波邦普
2019年9月	投建宜宾基地	100亿	一期建设26个月，二期将在一期结束2年内启动
2020年1月	宁德车里湾项目	100亿	投资100亿
2020年1月	定增项目，投资溧阳三期、湖西项目、四川一期	计划投资：245亿 募集资金：200亿	溧阳三期：总投资74亿，对应24gwh； 湖西项目：总投资46.2亿，对应16gwh 宜宾一期：总投资40亿，对应12gwh

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

每 gwh 投资 3.1 亿，较 IPO 募投项目下降 25%，生产效率进一步提升。三个电池建设项目每 gwh 投资额约 3.08 亿元，其中单 gwh 设备投资额为 2.05 亿元。对比 IPO 募投项目来看，电池项目每 gwh 投资额减少 25%，设备投资的占比基本维持不变。分项目看，江苏时代三期设备投资额占比较高，单 gwh 设备投资额达到 2.27 亿。

项目平均单价 0.66 元/wh，利润 0.59 元/gwh，净利率 9%，项目内部收益率达 15-16%。公司预期三个项目达产后合计年收入达到 342.8 亿元，净利润 30.4 亿，对应单价约 0.66 元/wh（不含税），净利润约 0.59 元/gwh（0.06 元/wh），对应净利率约 8.9%。对比

IPO 募投项目来看，募投湖西锂电项目预期每 gwh 利润约 0.59 亿，净利率仅 6.9%。分项目来看，三个项目对应单价较接近，而四川时代（宜宾）每 gwh 利润最高，达到 0.75 亿/gwh。

图 4：宁德时代定增项目盈利梳理

项目名称	预期年收入 (亿元)	单价 (元/wh)	预期净利润 (亿元)	利润 (亿元/gwh)	净利率	内部收 益率	回收期 (年)
湖西锂电池项目	108.4	0.68	8.07	0.50	7.4%	16.2%	6.14
江苏时代三期	153.1	0.64	13.35	0.56	8.7%	16.0%	6.44
公告一： 定增							
四川时代一期	81.3	0.68	9.02	0.75	11.1%	15.3%	9.58
电化学储能研发							
补充流动资金							
合计							
定增新建项目合计	342.8	0.66	30.44	0.59	8.9%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

30 亿加码储能研发，重装迎接行业爆发。本次定增项目包含电化学储能研发项目，预计总投资金额 30 亿元，包括研发设备购置、软件安装、项目运营等。锂电储能可广泛应用于分布式可再生能源系统、电网调峰调频、基站储能。北美、日韩储能市场已启动，19 年全球锂电储能装机电量 16gwh，同比+26%；国内 5G 基站率先爆发，年均需求 15gwh，空间广阔，因此公司加大储能研发。我们预计 19 年公司储能出货 1-1.5gwh，20 年预计大幅增长至 4-5gwh，未来将为公司重要增长点之一。

规划超过 300gwh 产能，6 大基地构建全球锂电版图。公司 6 大基地，包括宁德漳湾区（东桥/湖东/湖西）、宁德车里湾、溧阳基地、四川和青海基地、德国工厂，合计规划产能近 300gwh；考虑目前合资产能，公司产能规划超过 350gwh。19 年公司产能近 60gwh（独资），此次定增 3 个项目加车里湾基地，在未来 2-3 年可新增 80-90gwh 产能，扩张规模全球领先。

图 5：宁德时代产能拆分（预估）

电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
宁德时代	独资	青海	5		2	5	5	5	5	5
		宁德东桥	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
		宁德湖东M区	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
		宁德湖东N区	16	16	16	18	18	18	18	18
		宁德湖西一期	11	11	11	12	12	12	12	12
		宁德湖西二期	14	6	14	15	15	15	15	15
		溧阳一期	12		12	12	12	12	12	12
		溧阳二期	12			12	12	12	12	12
		德国图林根	100			2	4	14	30	50
		宁德湖西-定增项目	16			8	16	16	16	16
		江苏时代-溧阳三期	24				12	16	24	24
		四川时代一期	12				6	12	12	12
		四川时代二期	18						6	12
		宁德车里湾基地	32					8	16	32
		合计	279	40	62	91	119	147	185	227
宁德时代	合资	时代上汽	36		8	18	23	28	36	36
		时代广汽	10			5	5	10	10	10
		时代东风	10				5	10	10	10
		时代吉利	10				5	10	10	10
		时代一汽	10				5	10	10	10
		合计	76	0	8	23	43	68	76	76

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全球电动化元年来临，动力锂电优质产能紧缺，公司全面受益。我们预计 2025 年全球电动车渗透率 15%，对应 1400-1500 万辆车，对应 1000gwh 动力电池需求，若宁德时代权益份额 30%，则可获得 300gwh 订单。目前宁德时代出货量已连续 3 年第一，继成为国内自主品牌最主要供应商后，公司已连续获得大众、宝马、特斯拉、丰田、戴姆勒、通用、现代起亚等国际车企大额订单，率先在国内合资车型上放量，21 年德国工厂投产后，将在欧洲市场爆发，为持续高增长提供进一步保障。

20 年预计出货量 50gwh，国内市场份额预计仍维持 50%，海外市场开始起量。20 年国内电动车预计为销量和政策大年，全年销量有望达到 170 万辆，同比增长 40%+，对应动力电池需求约 90gwh。销量增量主要来自国产特斯拉（预计 15 万）、合资车企（预计增 15-20 万）、运营车等，其中合资新车型和运营车均以配套宁德时代为主，我们预计 20 年宁德时代维持 50%左右市占率，且加上海外市场初步起量，预计 20 年出货量有望达到 50gwh 左右，同比增长近 40%。其次，从竞争格局看，19 年公司仍保持在国内几乎所有一线车厂的主供地位，并通过未来合资建厂方式，巩固其配套地位，且海外车企订单多点开花，预计 2021 年全面放量。

投资建议：预计 19-21 年净利润 46.14/58.07/76.2 亿元，同增 36%/26%/31%；

对应 PE 73/58/44 倍。考虑到公司为全球龙头，给予 21 年 55 倍 PE，目标价 190 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期。

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	53,911	81,695	97,612	123,642	营业收入	29,611	43,113	55,466	74,800
现金	27,731	38,320	46,730	54,005	减:营业成本	19,902	30,781	40,766	55,842
应收账款	6,225	9,538	13,170	19,305	营业税金及附加	171	249	321	432
存货	7,076	11,396	14,892	20,178	销售费用	1,379	2,026	2,385	2,992
其他流动资产	11,425	20,478	20,285	26,851	管理费用	3,582	5,174	6,101	7,330
非流动资产	19,972	24,880	30,670	36,027	财务费用	-280	-873	-1,124	-1,267
长期股权投资	965	965	965	965	资产减值损失	975	865	672	919
固定资产	11,575	11,209	13,025	14,508	加:投资净收益	184	150	200	250
无形资产	1,346	1,250	1,252	1,150	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	6,086	11,455	15,428	19,403	营业利润	4,168	5,691	7,259	9,588
资产总计	73,884	106,575	128,281	159,669	加:营业外净收支	36	41	36	37
流动负债	31,085	57,406	73,334	97,406	利润总额	4,205	5,732	7,295	9,624
短期借款	1,180	1,500	1,500	1,500	减:所得税费用	469	716	948	1,251
应付账款	7,057	10,915	14,455	19,801	少数股东损益	349	401	539	754
其他流动负债	22,848	44,991	57,379	76,105	归属母公司净利润	3,387	4,614	5,807	7,620
非流动负债	7,599	8,599	9,599	10,599	EBITDA	6,193	6,410	7,946	10,464
长期借款	3,491	4,491	5,491	6,491	EPS (元)	1.53	2.09	2.63	3.45
其他非流动负债	4,108	4,108	4,108	4,108					
负债合计	38,684	66,005	82,933	108,004	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	2,262	2,663	3,203	3,956	每股收益(元)	1.53	2.09	2.63	3.45
归属母公司股东权益	32,938	37,907	42,146	47,709	每股净资产(元)	15.01	17.17	19.08	21.60
负债和股东权益	73,884	106,575	128,281	159,669	发行在外股份(百万股)	2,195	2,208	2,208	2,208
					ROIC(%)	23.3%	37.1%	25.4%	26.9%
					ROE(%)	10.3%	12.2%	13.8%	16.0%
					毛利率(%)	32.8%	28.6%	26.5%	25.3%
					销售净利率(%)	12.6%	11.6%	11.4%	11.2%
					资产负债率(%)	52.4%	61.9%	64.6%	67.6%
					收入增长率(%)	48.1%	45.6%	28.7%	34.9%
					净利润增长率(%)	-12.7%	36.2%	25.9%	31.2%
					P/E	99.67	73.16	58.13	44.30
					P/B	10.25	8.91	8.01	7.08
					EV/EBITDA	56	54	43	33

数据来源: 贝格数据, 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>

