现金流良好，减值拖累当期业绩

——宁德时代三季报点评

买入|维持

事件：

- **公司发布三季报：**前三季度营收 315.2 亿元，yoy-4.06%；归母净利润 33.57 亿元，yoy-3.1%；扣非净利润 25.67 亿元，yoy-13.4%。其中 Q3 营收 126.93 亿元，同比增长 0.8%；归母净利润 14.2 亿元，同比增长 4.24%；扣非净利润 11.9 亿元，同比增长 3.91%。

点评：

- **毛利率略微下滑，减值拖累当期业绩**

公司 Q3 毛利率 27.8%，同比下降 0.15pct，环比下降 1.27pct。公司前三季度计提资产和信用减值准备总额为 10.14 亿元，其中坏账准备 1.96 亿，存货跌价准备 6.75 亿，固定资产减值准备 1.43 亿。根据测算，Q3 减值总额达到 5.54 亿，拖累当期业绩表现。

- **国内市占率略有下滑，预计 Q4 回升**

根据 GGII，2020 前三季度国内新能源汽车生产约 69.2 万辆，同比下降 17%，动力电池装机量约 34.15GWh，同比下降 19%；公司前三季度国内装机量 16.25GWh，市占率 47.6%，相对去年下降 3pct。市占率下滑主要原因是国内新能车整体产销不佳；同时特斯拉销量较好，而 1-8 月特斯拉电池基本由 LG 化学提供，LG 化学前三季度装机量 4.75GWh，市占率 13.9%；宁德时代电池于 9 月开始供货特斯拉，预计公司 Q4 市占率企稳回升。

Q3 公司国内装机量 7.8GWh，我们按照 86%的动力电池营收占比，电池销售均价 0.84 元/Wh 情形测算，预计 Q3 公司出货量达到 13GWh。

- **费用严格管控，现金流良好**

公司 Q3 费用率 10.93%，环比下滑 1.68pct，同比下滑 3.99pc，费用控制良好。公司 Q3 经营性现金流量净额 44.8 亿元，同比增长 46.93%；前三季度经营性现金流量净额 103 亿元，净利润现金比率达到 307%，现金流情况良好，体现了对上下游的强势议价能力。

- **投资建议与盈利预测**

预计 2020-2022 公司营收分别为 522/690/888 亿元，增速分别为 14%/32%/29%，归母净利润分别为 52/68/85 亿，增速分别为 14%/31%/25%，对应 EPS 为 2.2/2.9/3.7 元。中长期来看，预计 2025 年公司国内市占率 52%，海外市占率达 25%，动力电池净利润 175 亿元，维持买入评级。

- **风险提示**

新能源汽车销量不达预期，动力电池跌价超预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	29611	45788	52195	69032	88783
收入同比（%）	48	55	14	32	29
归母净利润(百万元)	3387	4560	5182	6777	8500
归母净利润同比(%)	(13)	35	14	31	25
ROE（%）	10	12	8	10	11
每股收益（元）	1.45	1.96	2.22	2.91	3.65
市盈率(P/E)	163.23	121.24	106.69	81.58	65.04

资料来源：Wind,国元证券研究中心

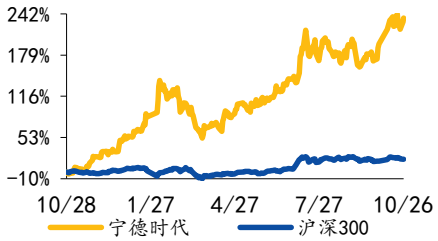
当前价/目标价：237.21 元/260 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	241.6 / 68.71
A 股流通股（百万股）：	1234.64
A 股总股本（百万股）：	2329.47
流通市值（百万元）：	292868.45
总市值（百万元）：	552574.53

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-宁德时代（300750）2020 中报点评：Q2 业绩超预期，海外增长强劲》2020.08.28

《国元证券公司研究-宁德时代（300750）：全球动力电池龙头，中长期市值 4500 亿+》2020.04.30

报告作者

分析师　彭聪

执业证书编号　S0020520040002

电话　02151097188

邮箱　pengcong@gyzq.com.cn

联系人　黄浦

电话　02151097188

邮箱　huangpu@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	53911	71695	106940	132178	161872
现金	27731	32270	63351	75736	91483
应收账款	6225	8339	9620	12723	15502
其他应收款	682	4569	5220	6765	8612
预付账款	865	538	751	1004	1299
存货	7076	11481	12980	17139	21871
其他流动资产	11333	14499	15019	18811	23105
非流动资产	19972	29657	26969	24972	22975
长期投资	965	1540	1650	1680	1680
固定资产	11575	17417	15678	12922	9853
无形资产	1346	2302	3162	4036	4923
其他非流动资产	6086	8397	6479	6333	6519
资产总计	73884	101352	133909	157150	184847
流动负债	31085	45607	50912	64399	79835
短期借款	1180	2126	2423	3205	4122
应付账款	7057	10692	12162	16072	20657
其他流动负债	22848	32790	36327	45122	55057
非流动负债	7599	13557	15310	17577	20242
长期借款	3491	4981	6649	8651	11094
其他非流动负债	4108	8576	8661	8926	9148
负债合计	38684	59164	66222	81976	100077
少数股东权益	2262	4053	4607	5340	6273
股本	2195	2208	2331	2331	2331
资本公积	21373	21630	41126	41126	41126
留存收益	10501	14750	19446	26223	34723
归属母公司股东权益	32938	38135	63080	69833	78497
负债和股东权益	73884	101352	133909	157150	184847

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	11316	13472	9308	8772	11008
净利润	3736	5013	5736	7511	9433
折旧摊销	2304	4409	3401	3531	3596
财务费用	(280)	(782)	(1288)	(2005)	(2350)
投资损失	(184)	80	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	4337	2094	960	(379)	292
其他经营现金流	1404	2659	509	124	48
投资活动现金流	(19488)	1856	(1215)	(1158)	(1137)
资本支出	6629	9627	0	0	0
长期投资	187	908	110	30	0
其他投资现金流	(12672)	12391	(1105)	(1128)	(1137)
筹资活动现金流	7043	4168	22988	4771	5876
短期借款	(1065)	946	297	782	917
长期借款	1362	1490	1669	2002	2443
普通股增加	240	13	122	0	0
资本公积增加	6018	258	19495	0	0
其他筹资现金流	488	1462	1404	1987	2516
现金净增加额	(1101)	19511	31082	12385	15747

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	29611	45788	52195	69032	88783
营业成本	19902	32483	37536	50225	64958
营业税金及附加	171	272	308	407	524
营业费用	1379	2157	2505	3300	4244
管理费用	1591	1833	2083	2754	3542
研发费用	1991	2992	3419	4522	5815
财务费用	-280	-782	-1288	-2005	-2350
资产减值损失	-975	-1434	1400	1560	1570
公允价值变动收益	-314	27	20	20	20
投资净收益	184	-80	10	10	10
营业利润	4168	5759	6563	8600	10811
营业外收入	62	62	65	65	65
营业外支出	26	60	35	32	34
利润总额	4205	5761	6593	8633	10842
所得税	469	748	857	1122	1409
净利润	3736	5013	5736	7511	9433
少数股东损益	349	452	554	734	932
归属母公司净利润	3387	4560	5182	6777	8500
EBITDA	6193	9386	8676	10126	12057
EPS（元）	1.54	2.06	2.22	2.91	3.65

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	48.08	54.63	13.99	32.26	28.61
营业利润(%)	-13.73	38.15	13.96	31.04	25.71
归属母公司净利润(%)	-12.66	34.64	13.63	30.77	25.43
获利能力					
毛利率(%)	32.79	29.06	28.08	27.24	26.84
净利率(%)	11.44	9.96	9.93	9.82	9.57
ROE(%)	10.28	11.96	8.22	9.70	10.83
ROIC(%)	38.68	36.03	49.71	86.30	223.24
偿债能力					
资产负债率(%)	52.36	58.37	49.45	52.16	54.14
净负债比率(%)	14.48	13.83	15.34	15.80	16.30
流动比率	1.73	1.57	2.10	2.05	2.03
速动比率	1.48	1.30	1.82	1.76	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.52	0.44	0.47	0.52
应收账款周转率	4.42	6.07	5.64	5.99	6.10
应付账款周转率	3.31	3.66	3.28	3.56	3.54
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.96	2.22	2.91	3.65
每股经营现金流(最新摊薄)	4.86	5.78	3.99	3.76	4.72
每股净资产(最新摊薄)	14.13	16.36	27.06	29.96	33.68
估值比率					
P/E	163.23	121.24	106.69	81.58	65.04
P/B	16.79	14.50	8.76	7.92	7.04
EV/EBITDA	85.45	56.38	60.99	52.26	43.89

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188