

宁德时代 (300750)

2023 年中报点评: 海外份额提升出货量略超预期, 盈利逆势坚挺 买入 (维持)

2023 年 07 月 26 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	328,594	438,009	567,896	765,232
同比	152%	33%	30%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	30,729	46,863	63,229	85,663
同比	93%	52%	35%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.99	10.66	14.38	19.49
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.38	21.23	15.74	11.62

关键词: #市占率上升

投资要点

- **Q2 扣非利润略超市场预期、毛利率环比提升。**公司 23 年 H1 营收 1892 亿元, 同增 68%, 归母净利 207 亿元, 同增 154%, 其中 Q2 营收 1002 亿元, 同环比+56%/13%, 归母净利 109 亿元, 同环比+63%/+11%, 扣非净利 97.5 亿元, 同环比+61%/+25%, 毛利率 22%, 环增 0.7pct, 净利率 11%, 环比微增, 扣非净利率 9.7%, 环比+0.97pct。业绩略超预期来自于电池去库销量略好预期, 且盈利水平逆势微增。
- **Q2 去库出货超预期、海外份额提升明显。**公司 23 年 H1 产量 154gwh, 预计出货 170gwh, 同增 59%, Q3-Q4 逐季环增 20%, 预计全年出货量近 420gwh, 同增 45%。其中 Q2 产量近 85gwh, 出货量近 93gwh, 同环增 60%/20%。23 年 Q2 动力出货 77gwh 左右, 同环比+63%/22%, 全年预期 340gwh, 同增 40%; 23 年 Q2 储能 Q2 出货预计 16gwh 左右, 同环比+61%/15%, 全年预计储能销量 80gwh, 同比+70%。此外, 23 年 H1 公司海外收入占比提升至 35%, 1-5 月公司动力海外市占率提升至 27%, 其中欧洲市占率 34.5%, 美国市占率第二, 后续海外仍有提升空间。
- **Q2 盈利水平环比微增、下半年预计维持稳定。**动力 Q2 预计均价 1.08 元/Wh, 环减 8%, 毛利率预计 21%, 环比微增, 单位净利达 0.1 元/Wh, 主要受益于财务收入, 若扣除, 单 wh 利润维持 0.085-0.09 元/Wh。储能 Q2 预计均价 1 元/Wh, 环降 10%, 毛利率 21.3%, 单位毛利 0.19 元/Wh, 单位净利 0.09 元/Wh, 环比微升。合计 Q2 动储电池贡献 90 亿+净利 (含财务收入)。公司上半年产能利用率 60%, 7 月起已回升至 80%左右, 随着公司产能利用率回升, 且超级拉线投产、一体化布局逐步完善, Q3-4 毛利率有望稳中有升, 全年电池业务净利率可维持 0.08 元/Wh+。
- **其他业务毛利占比下降、碳酸锂预计下半年贡献利润。**公司 23 年 H1 其他业务收入预计 63 亿, 同降 15%, 预计毛利率 65%, 同减 10pct, 贡献 30 亿元净利, 其中 Q2 贡献 16 亿元左右净利, 占比下滑至 15%; 此外锂电材料及回收业务收入 126.8 亿元, 同增 6%, 毛利率 17%, 毛利率同减 4pct, 贡献 8 亿元左右利润, 其中 Q2 预计贡献接近 4 亿元; 电池矿产资源业务收入 28.5 亿元, 同增 63%, 毛利率 12%, 基本盈亏平衡, 预计主要由镍铁业务贡献, 公司宜春碳酸锂下半年开始贡献利润。
- **Q2 汇兑贡献正向收益、对冲投资收益影响、存货进一步下降。**23 年 Q2 公司期间费用 89.5 亿元, 环比微降, 期间费用率 8.9%, 环降 1pct, 其中 Q2 财务费用-27 亿元, 较 Q1 的-5 亿元大幅下降, 主要系汇兑收益 11 亿元及利润收入增加所致, 管理费率及销售费率环增 0.5/0.6pct, 研发费率维持高位 5.2%; 23 年 Q2 公司投资收益-1 亿元, 较 Q1 的 15 亿元也明显下降; 其他收益 16 亿元, 环+20%。23 年 Q2 公司计提 8 亿元资产减值损失, 环-26%; Q2 末公司存货 489 亿元, 较 Q1 末减少 151 亿元, 其中库存商品降至极低水平。23 年 Q2 公司经营活动净现金流净额 161 亿, 同环比+39%/+23%, 在手现金 2196 亿元, 较 Q1 略增。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到公司海外市占率持续提升, 我们上修公司 23-25 年归母净利润预测 469/632/857 亿元 (原预测: 464/632/855 亿元), 同增 52.5%/34.9%/35.5%, 对应 21x/16x/12x, 基于公司全球电池龙头地位, 给予 23 年 35x, 目标价 373.1 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、竞争加剧超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	226.35
一年最低/最高价	204.45/575.00
市净率(倍)	5.85
流通 A 股市值(百万元)	878,904.52
总市值(百万元)	995,100.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	38.72
资产负债率(% ,LF)	70.10
总股本(百万股)	4,396.29
流通 A 股(百万股)	3,882.94

相关研究

- 《宁德时代(300750): 2023 年一季报点评: 一季报大超预期, 逆市彰显龙头风范》
2023-04-21
- 《宁德时代(300750): 2022 年报点评: Q4 电池毛利率明显恢复, 报表质量优秀》
2023-03-10

内容目录

1. 公司业绩：略超市场预期，Q2 毛利率环比提升	4
2. 电池业务：Q2 去库出货超预期，海外份额提升明显，盈利水平逆势微增	5
3. 锂电材料及回收业务、电池矿产资源业务及其他业务：其他业务利润占比下滑，碳酸锂下半年预计贡献增量	12
4. 公司财务计提严谨，Q2 汇兑贡献正向收益，对冲投资收益、减值损失等负向影响	13
5. 投资建议与风险提示	17

图表目录

图 1: 宁德时代分季度业绩情况.....	4
图 2: 宁德时代季度盈利能力.....	4
图 3: 宁德时代电池系统产能及产量情况.....	5
图 4: 动力电池业务拆分.....	6
图 5: 储能业务拆分.....	6
图 6: 宁德时代装机市占率测算 (GWh, %)	7
图 7: 宁德时代装机市占率测算 (GWh, %)	7
图 8: 宁德时代客户结构.....	8
图 9: 2023H1 车企与电池企业配套关系 (装机口径)	8
图 10: 宁德时代上游资源布局.....	12
图 11: 宁德时代 23 年 H1 销售费用率明细.....	13
图 12: 宁德时代 23 年 H1 管理费用率明细.....	14
图 13: 宁德时代 23 年 H1 财务费用率明细.....	14
图 14: 宁德时代分季度费用率.....	14
图 15: 宁德时代 23 年 H1 预计负债及递延收益 (亿元)	16
图 16: 股权激励归属业绩考核目标.....	16
图 17: 股权激励成本摊销情况 (亿元)	17
表 1: 宁德时代分业务及分子公司经营情况.....	5
表 2: 宁德时代国内市场出货量测算 (gwh)	9
表 3: 宁德时代与北美车企合作建厂进展.....	9
表 4: 宁德时代动力出货以及全球份额测算.....	10
表 5: 宁德时代美国市场出货量测算 (gwh)	10
表 6: 宁德时代大型储能海外订单情况.....	11
表 7: 宁德时代存货明细账面余额 (亿元)	15

1. 公司业绩：略超市场预期，Q2 毛利率环比提升

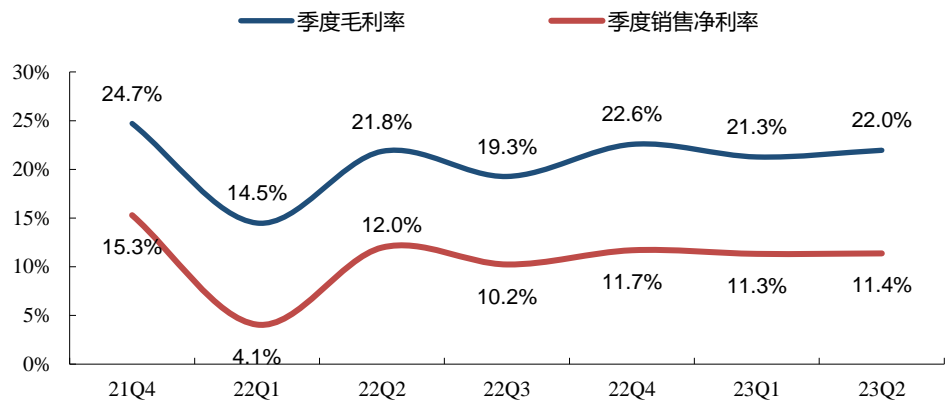
Q2 扣非利润略超市场预期、毛利率环比提升，业绩略超预期。 23 年 H1 公司营收 1892.5 亿元，同比增长 67.5%；归母净利润 207.2 亿元，同比增长 153.6%；扣非归母净利润 175.5 亿元，同比增长 148.9%；23 年 H1 毛利率为 21.6%，同比增加 3.0pct；净利率为 11.4%，同比增加 2.8pct，其中 23 年 Q2 公司实现营收 1002.1 亿元，同比增加 55.9%，环比增长 12.5%；归母净利润 109.0 亿元，同比增长 63.2%，环比增长 10.9%，扣非归母净利润 97.5 亿元，同比增长 60.6%，环比增长 25.0%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 22.0%，同比增长 0.1pct，环比增长 0.7pct；归母净利率 10.9%，同比增长 0.5pct，环比下降 0.2pct；Q2 扣非归母净利率 9.7%，同比提升 0.3pct，环比提升 1.0pct。业绩略超预期来自于电池去库销量略好预期，且盈利水平逆势微增。

图1：宁德时代分季度业绩情况

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	100,207.6	89,038.5	118,253.7	97,369.0	64,292.8	48,678.4
-同比	55.86%	82.91%	107.48%	232.47%	158.12%	153.97%
毛利率	21.96%	21.27%	22.57%	19.27%	21.85%	14.48%
归母净利润(百万)	10,895.0	9,822.3	13,137.6	9,423.6	6,675.2	1,492.8
-同比	63.22%	557.97%	60.60%	188.42%	163.91%	-23.62%
归母净利率	10.87%	11.03%	11.11%	9.68%	10.38%	3.07%
扣非归母净利润(百万)	9,752.9	7,800.1	12,174.71	8,987.10	6,074.27	977.02
-同比	60.56%	698.35%	78.02%	234.70%	170.40%	-41.57%
扣非归母净利率	9.73%	8.76%	10.30%	9.23%	9.45%	2.01%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：宁德时代季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 电池业务：Q2 去库出货超预期，海外份额提升明显，盈利水平逆势微增

Q2 去库出货超预期、海外份额提升明显，全年出货预计 420gwh，同增 45%。公司 23H1 产量 154GWh，同增 23%，预计出货 170gwh，同增 59%，Q3-Q4 逐季环比增 20%，预计全年出货量近 420gwh，增 45%。其中 Q2 产量近 85gwh，同环比增 35%/20%，出货量近 93gwh，同环比+60%/20%。结构上看，1H 动力出货近 140gwh，同增 52%，其中 Q2 出货 77gwh 左右，同环比+63%/22%，全年预期 340gwh，同增 40%；1H 储能出货预计 30gwh 左右，占比接近 20%，同比翻倍，其中 Q2 出货预计 16gwh 左右，同环比+61%/15%，全年预计储能销量 80gwh，同比+70%。分地区看，23 年上半年海外营收大幅提升，同增 195%。23 年上半年公司境内（电池、电池材料及回收业务）实现营收 1144.0 亿元，同比增 38%，占比 60%，毛利率 19.9%，同比增加 5.4pct；境外实现营收 656.8 亿元，同比增 195%，占比 35%，毛利率 21.0%，同比增加 5.8pct。

图3：宁德时代电池系统产能及产量情况

行业分类	项目	23H1	22H2	22H1	同比
电池系统 (GWh)	产能	254	236	154	65%
	产能利用率	60.5%	84.7%	81.3%	-20.8pct
	产量	154	200	125	23%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：宁德时代分业务及分子公司经营情况

	2023H1		2022H2		2022H1			
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率		营业收入 (亿元)
动力电池系统	1394.18	76%	20%	5.3Ppct	1,574.5	18%	791.43	15%
储能电池系统	279.85	120%	21%	14.9pct	322.4	21%	127.36	6%
电池材料及回收	126.82	6%	17%	-3.8pct	260.3			
电池矿产资源	28.52	63%	12%	-8.2pct	45.1			
	分地区							
境内	1144.02	38%	20%	5.4pct	1,536.19	17%	827.64	14%
境外	656.84	195%	21%	5.8pct	534.76	23%	222.54	15%

数据来源：公司公告，WIND，东吴证券研究所

Q2 盈利水平环比微增、下半年预计维持稳定。23 年 H1 动力收入 1394 亿元，同增 76%，毛利率 20.4%，均价 1.13 元/Wh（含税），单位毛利 0.2 元/Wh，其中 Q2 预计均价 1.08 元/Wh，环减 8%，毛利率预计 21%，环比微增，对应单位毛利 0.2 元/Wh，环比维持，单位净利达 0.1 元/Wh，主要受益于财务收入，若扣除，单 wh 利润基本维持 0.085-0.09 元/Wh。23H1 储能业务收入 280 亿元，同增 120%，毛利率 21.3%，我们测算储能均价 1.05 元/Wh（含税），单位毛利 0.2 元/wh，单位净利 0.09 元/Wh，其中 Q2 预计均价 1.0 元/Wh，环减 10%，单位毛利 0.19 元/Wh，单位净利 0.09 元/Wh，环比微升。合计 Q2 动储电池贡献 90 亿元+净利（含财务收入）。公司上半年产能利用率 60%，7 月起已回升至 80%左右，随着公司产能利用率回升，且超级拉线投产、一体化布局逐步完善，Q3-4 毛利率有望稳中有升，全年电池业务净利率可维持 0.08 元/Wh+。

图4：动力电池业务拆分

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
收入 (百万)	36,519	42,623	69,372	88,079	65,595	73,823
-同比增长	156%	163%	236%	118%	80%	73%
-环比增长	-10%	17%	63%	27%	-26%	13%
销量 (gwh)	44.90	47.15	68.00	81.95	62.95	77.05
-同比增长	157%	125%	153%	60%	40%	63%
-环比增长	-13%	5%	44%	21%	-23%	22%
均价 (含税, 元/wh)	0.92	1.02	1.15	1.21	1.18	1.08
-幅度 (环比)	3%	11%	13%	5%	-3%	-8%
毛利率	10.30%	19.10%	16.00%	20.01%	20.00%	20.66%
毛利 (百万)	3,761	8,142	11,099	17,621	13,119	15,253
均毛利 (元/wh)	0.08	0.17	0.16	0.22	0.21	0.20
单位利润 (元/wh)	-0.004	0.072	0.068	0.115	0.087	0.095
合计利润 (百万)	-199	3,371	4,598	9,402	5,475	7,331

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：储能业务拆分

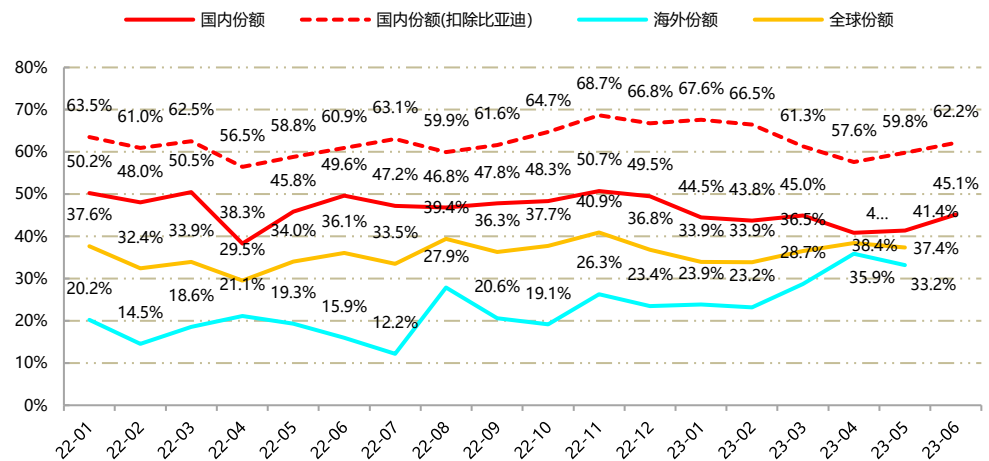
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
收入 (百万)	4,287	8,449	14,575	17,669.0	13,619	14,366
-同比增长	155%	180%	920%	136%	218%	70%
-环比增长	-43%	97%	73%	21%	-23%	5%
出货量 (gwh)	5.0	10.0	15.0	17.0	13.9	16.1
-同比增长	182%	149%	594%	94%	179%	61%
-环比增长	-43%	100%	50%	13%	-18%	15%
均价 (含税, 元/wh)	0.97	0.95	1.10	1.17	1.10	1.01
毛利率	6.0%	6.6%	17.0%	24.6%	21.3%	21.3%
毛利 (百万)	257	562	2,478	4,354	2,901	3,066
均毛利 (元/wh)	0.05	0.06	0.17	0.26	0.21	0.19
均成本 (元/wh)	0.81	0.79	0.81	0.78	0.77	0.70
-费用率	11.0%	9.6%	8.9%	8.9%	10.1%	8.9%
单位利润 (元/wh)	-0.03	-0.02	0.074	0.16	0.0922	0.0940
合计利润 (百万)	-170	-209	1,103	2,676	1,285	1,509

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

23 年 1-5 月全球装机份额 36%，海外市占率提升显著，国内受比亚迪影响回落至 40-45%。根据 SNE 口径，宁德时代 23 年 1-5 月全球装机量为 86.2GWh，同比大幅增长

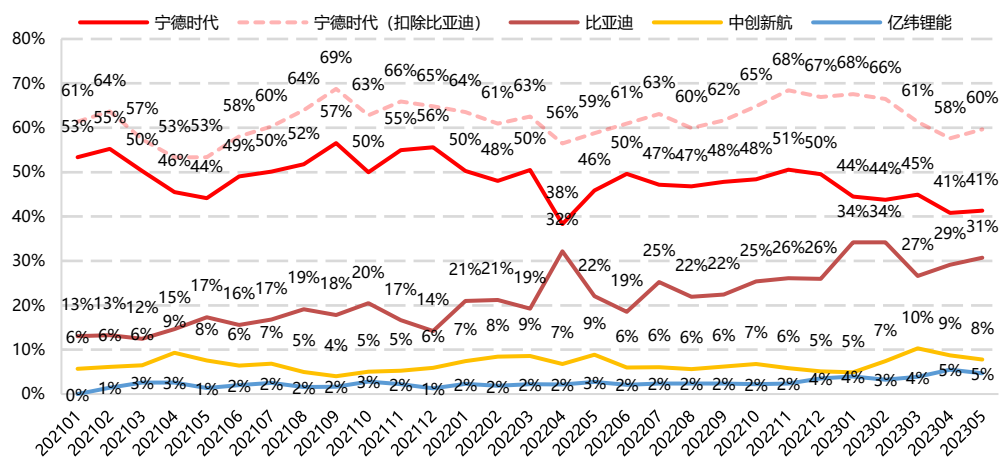
61%，市占率为 36.3%，保持全球龙头地位。海外市场方面，根据 SNE 口径，我们测算公司 23 年 1-5 月海外装机量为 35.0GWh，同增 146%，市占率为 29.6%，同增 10.8pct，其中 5 月海外市占率 33.2%，同环比+13.8/-2.7pct，我们预计 23 年宁德全球份额可维持至 35%+，全球龙头地位稳固。根据合格证口径，23 年 H1 宁德时代国内装机量 66.0GWh，同增 26%，市占率 43.4%，同比下滑 4.3pct，主要系比亚迪销量占比快速提升，若扣除比亚迪车型装机量，宁德时代市占率维持于 62%。23 年 Q2 看，宁德时代装机量 36.8GWh，同增 36%，环增 26%，市占率 42.6%，环比下滑 3.2pct，若扣除比亚迪车型装机量，宁德时代市占率维持于 62%；从国内装机角度看，23 年 H1 宁德的第一大客户为特斯拉，配套装机量 15.1GWh，占比 23.0%，同增 5.0pct；第二大客户为吉利汽车，占 9.8%；第三大客户为理想汽车，占比 8.9%；其次为广汽、蔚来、华晨宝马等，公司仍在大客户中保持绝对主供地位，to C 端优势明显。

图6：宁德时代装机市占率测算（GWh，%）



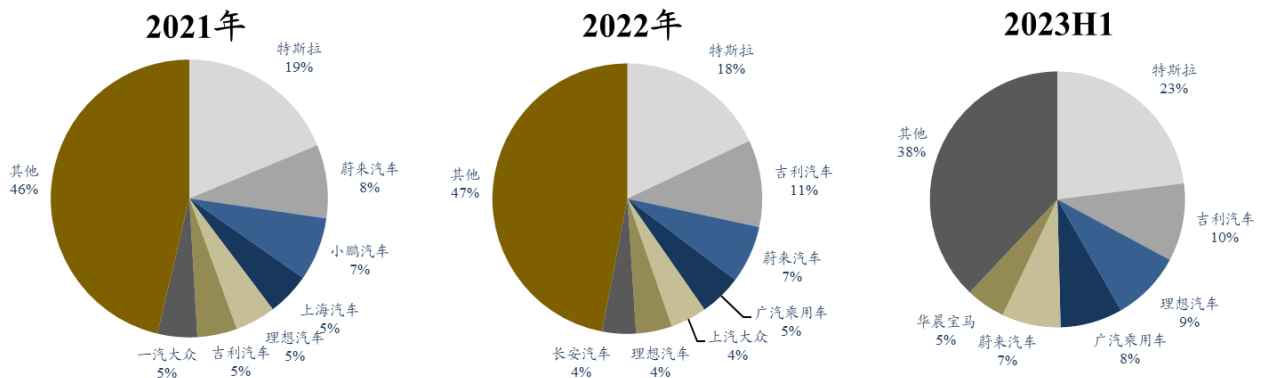
数据来源：合格证，SNE，东吴证券研究所

图7：宁德时代装机市占率测算（GWh，%）



数据来源：合格证，东吴证券研究所

图8: 宁德时代客户结构



数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 车企与电池企业配套关系 (装机口径)

		宁德时代	比亚迪	中航锂电	国轩高科	亿纬锂能	LG化学	蜂巢能源	欣旺达	孚能科技	塔菲尔	瑞浦能源	多氟多	天津捷威	北电曼斯特	SKI	其他	
		65.7gwh	42.0gwh	10.9gwh	6.0gwh	3.5gwh	3.4gwh	2.3gwh	2.2gwh	2.0gwh	0.8gwh	0.6gwh	0.5gwh	0.3gwh	0.3gwh	0.3gwh	1.8gwh	
1.乘用车 (132.9gwh)																		
特斯拉	特斯拉 (18.4gwh)	82.0%					18.0%											0.0%
	比亚迪 (40.5gwh)		100.0%															0.0%
	广汽乘用车 (13.3gwh)	39.2%		46.8%		6.7%				7.0%	0.2%							0.2%
	吉利汽车 (9.4gwh)	69.0%		16.1%	7.1%			0.3%	7.4%									0.0%
	长安汽车 (3.7gwh)	64.5%	3.6%	18.6%	13.2%													0.0%
	上汽通用五菱 (3.3gwh)	13.4%		7.0%	41.9%								10.6%	7.3%				7.7%
	长城汽车 (2.7gwh)	28.7%						45.8%										0.0%
	上海汽车 (2.4gwh)	99.7%																0.3%
	东风汽车 (1.6gwh)	51.3%	2.2%		3.6%				0.8%	21.6%	8.8%		7.0%	0.5%				4.1%
	中国一汽 (1.3gwh)	53.2%	46.6%								0.0%	0.2%						0.0%
	金康汽车 (1.2gwh)	99.9%	0.1%															0.0%
	其他 (3.6gwh)	26.7%	0.2%	2.7%	42.0%	0.6%		0.1%	5.9%	4.2%	0.8%			7.0%	0.6%			9.3%
	自主 (83.1gwh)	理想汽车 (5.8gwh)	100.0%															
蔚来汽车 (5.2gwh)		94.3%		5.7%														0.0%
小鹏汽车 (2.9gwh)		21.0%		27.4%		31.0%		2.9%	17.7%									0.0%
合众新能源 (2.6gwh)		37.8%				37.6%		6.8%						10.0%				7.7%
零跑汽车 (2.5gwh)		0.1%		28.2%	8.2%			30.6%			30.0%	2.9%						0.0%
其他 (0.2gwh)		26.5%		7.4%	1.7%					1.8%	4.4%	34.5%		6.8%				16.8%
合资 (12.1gwh)	华晨宝马 (3.3gwh)	100.0%																0.0%
	一汽大众 (2.3gwh)	100.0%																0.0%
	上汽大众 (1.7gwh)	100.0%																0.0%
	上汽通用 (1.2gwh)	93.6%	0.2%				6.1%											0.0%
	北京奔驰 (1.1gwh)	6.8%								67.8%						25.4%		0.0%
其他 (2.5gwh)	63.5%	18.8%	1.8%						0.1%					11.1%			4.8%	
2.客车 (2.0gwh)																		
客车 (2.0gwh)	福田欧辉 (0.2gwh)	57.4%																42.6%
	宇通客车 (0.2gwh)	99.2%																0.8%
	南京金龙 (0.2gwh)	76.4%				23.6%												0.0%
	广通汽车 (0.2gwh)	100.0%																0.0%
	厦门金龙 (0.2gwh)	98.2%																1.8%
其他 (0.9gwh)	62.7%	18.8%	0.8%	1.0%	10.1%												6.6%	
3.专用车 (7.9gwh)																		
专用车 (7.9gwh)	吉利商用车 (1.1gwh)	57.0%		8.0%	26.4%	6.3%												2.2%
	三一汽车 (0.8gwh)	50.6%			0.2%	49.0%												0.2%
	徐工汽车 (0.6gwh)	96.3%																3.6%
	奇瑞汽车 (0.4gwh)	25.1%		12.2%	62.7%													0.0%
	北汽福田 (0.4gwh)	90.5%	3.5%		4.4%													1.6%
	其他 (4.6gwh)	69.8%	1.1%	2.7%	9.1%	3.5%		0.5%	1.5%		0.1%							11.6%
所有车型总计 (142.8gwh)		46.0%	29.4%	7.6%	4.2%	2.5%	2.4%	1.6%	1.6%	1.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	1.3%	

数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

动力全年出货量预计 330GWh+, 同增 35%, 全球份额基本维持 35%, 24-25 年美国市场突破, 长期全球份额维持 35%。看 23 年, 国内公司技术及成本优势明显, 考虑比亚迪份额提升, 23 年国内动力份额预计维持 45%, 对应国内动力出货量 255GWh, 同增超 30%; 公司欧洲 1-5 月市占率 34.5%, 贡献主要出口增量, 公司 23 年 1-5 月美国市

占率第二，我们预计份额超 15%，23 年出口预计 80gwh+；23 年预计宁德时代动力电池出货量 330gwh，同增 35%，全球份额 35%左右，海外份额进一步提升至 20%+。

远期看，假设国内市占率 40-45%，美国市场有望通过福特项目收取技术授权费，规避政策风险，后续有望推广至美国其他车企，已有头部大客户寻求与公司在美建厂，远期市占率预计达 15-20%，欧洲市场德国、匈牙利工厂本土化产能投产，预计市占率 30-40%，则中性预期下，公司全球装机市占率仍能保持 35%左右，长期来看，考虑公司进一步突破美国市场，预计宁德时代在动力电池领域预计有望做到 40%的份额。

表2：宁德时代国内市场出货量测算（gwh）

	2022 年	2023 年 E	增速
特斯拉	35.6	48	35%
吉利汽车	16.9	22.3	32%
蔚来汽车	12.3	18.2	48%
一汽大众	9.2	10.6	15%
广汽乘用车	8.9	11.1	25%
上汽大众	8	9.2	15%
理想汽车	6.3	9.4	49%
长安汽车	6.7	8.6	29%
上海汽车	5.9	7.1	19%
合众新能源	5.7	8	41%
小鹏汽车	5	6	20%
东风汽车	5.2	6.4	22%
华晨宝马	3.6	4.2	15%
金康汽车（问界）	3.7	11.5	208%
长城汽车	2.9	3.9	37%
上汽通用	3	3.6	21%
宇通客车	2.7	2.9	7%
威马汽车	2.2	2.3	5%
中国一汽	2.4	2.9	25%
北京汽车	1.6	1.9	20%
上汽通用五菱	1.5	1.7	16%
其他车企	25.6	30.6	19%
其他：工程作业车、换电、两轮车等	18	24.3	35%
宁德国内动力出货合计	192.8	254.8	32%

数据来源：中汽协，公司公告，东吴证券研究所

表3：宁德时代与北美车企合作建厂进展

时间	企业	形式	详情
2022 年 2 月 13 日	福特汽车	公司官宣	计划投资 35 亿美元，在美国密歇根州修建一座磷酸铁锂电池工厂，预计 2026 年建成，年产能约为

			35GWh, 可供应 40 万辆电动车
2022 年 3 月 28 日	福特汽车	政府官宣	密歇根州政府批准了 1.23 亿美元的补贴, 用于福特与宁德时代的电池生产合作
2022 年 3 月 31 日	特斯拉	彭博社报道	特斯拉正寻求与全球电池巨头宁德时代在美国合作建立一家电池工厂, 新工厂将会部署在特斯拉得州超级工厂附近
2022 年 7 月 21 日	福特汽车	公司官宣	与福特汽车签订合作谅解备忘录, 双方建立全球战略合作关系, 合作内容涵盖在中国、欧洲和北美的动力电池供应。宁德时代明年起将为 Mustang Mach-E 供应磷酸铁锂电池包, 2024 年起为纯电皮卡 F-150 Lighting 提供磷酸铁锂电池包。
2022 年 12 月 16 日	福特汽车	彭博社报道	宁德时代与福特考虑在美国建厂, 生产磷酸铁锂电池, 其中福特预计持股 100%, 宁德时代提供电池技术授权, 从而获得税收抵免。

数据来源: 彭博社, 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 宁德时代动力出货以及全球份额测算

	2019	2020	2021	2022	2023E
全球总装机 (GWh)	113	137	297	505	687
国内总装机 (GWh)	62	61	154	290	390
海外市场总装机 (GWh)	51	76	142	215	297
- 美国市场装机 (GWh)	19	19	39	65	126
- 海外非美国市场总装机 (GWh)	32	56	103	150	171
宁德时代全球装机 (GWh)	33	36	97	180	235
宁德时代全球动力出货 (GWh)	40	45	117	250	330
宁德时代全球市占率	29%	26%	33%	36%	34%
宁德时代国内装机 (GWh)	32	31	81	138	175
宁德时代国内市占率	52%	51%	52%	48%	45%
宁德时代海外装机测算 (GWh)	0	5	16	42	60
- 宁德时代海外市占率	0%	6%	11%	20%	20%
- 宁德时代海外市占率 (扣除美国)	1%	8%	16%	28%	35%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表5: 宁德时代美国市场出货量测算 (gwh)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源车需求(万辆)	32.4	65.2	98	160	248	384.4
- 纯电占比	80%	75%	81%	85%	87%	89%
- 插电占比	20%	25%	19%	15%	13%	11%
- 纯电带电量 (kwh)	60	65	70	75	80	85
- 插电带电量 (kwh)	15	15	15	15	15	15

电池装机需求 (gwh)	16.5	34.3	58.4	105.6	177.4	297.1
其中: 铁锂电池	0	0	0	1	10	32
其中: 三元电池	16.5	34.3	58.4	104.6	167.4	265.1
电池实际需 (gwh)	19.8	41.1	70	126.7	212.9	356.6
- 宁德份额	5%	8%	10%	15%	17%	20%
宁德美国装机(gwh)	0.8	2.7	5.8	15.8	30.2	59.4

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

储能全年预计出货近 80GWh, 同增 70%, 主供海外市场享受高增长。我们预计 H1 储能出货达 30GWh, 同比增长 100%, 随着公司在海外储能业务的持续拓展, 我们预计 23 年全年出货近 80GWh, 同增 70%。其中户储我们预计出货近 10GWh。分产品看, 公司大储与户储全面布局, 我们预计 23 年公司户储电芯出货规模仍保持全球第一, 大储以海外市场为主, 在美份额近 50%, 产品溢价明显。特斯拉储能超级工厂在上海签约, 产能规划 1 万台, 接近 40gwh, 预计 Megapack 电芯为宁德时代独供, 23 年宁德储能电池出货预计达 80-100gwh, 特斯拉有望占比 15%+, 公司储能享受行业高增长。

表6: 宁德时代大型储能海外订单情况

时间	美国供应商	内容
2023.03	HGP	达成 450MWh 电池储能项目 (户外预制舱系统-EnerC) 供货协议, 双方还将建立长期合作伙伴关系, 推动高达 5GWh 公用事业级和分布式储能项目的落地, 预计 24 年开始商业运营。
2022.12	GrashamHouse	达成近 7.5GWh 的长期供货协议。双方将根据市场需求, 努力将合作规模扩大至 10GWh, 共同推动公共事业规模储能的应用落地
2022.10	Primergy Solar LLC (Primergy)	为 Gemini 光伏+储能项目独家供应提供长寿命、高集成和高安全的户外液冷储能电柜 EnerOne, 总投资达 12 亿美元
2022.09	FlexGen	将在三年时间内为后者供应 10GWh 的先进储能产品。
2022.09	Mango Power	采用宁德时代锂铁磷电池的储能公司 Mango Power 将在 RE+ 展会上展示其 Mango Power E 和 Mango Power M 系列系统。
2022.04	Broad Reach Power	向宁德时代采购超过 900MWh 的电池储能系统, 推进其 ERCOT 投资组合
2021.12	伊顿电源	助力伊顿完善其企业级应用中锂电池不间断电源解决方案, 双方还将共同开拓不同应用场景的储能解决方案
2020.04	Powin	该公司与宁德时代签订了 1.85GW 的总供应协议

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 锂电材料及回收业务、电池矿产资源业务及其他业务：其他业务利润占比下滑，碳酸锂下半年预计贡献增量

其他业务毛利占比下降、碳酸锂预计下半年贡献利润。公司 23 年 H1 其他业务收入预计 63 亿元，同降 15%，预计毛利率 65%，同减 10pct，贡献 30 亿元净利，其中 Q2 贡献 16 亿元左右净利，占比下滑至 15%；此外锂电材料及回收业务收入 126.8 亿元，同增 6%，毛利率 17%，毛利率同-4pct，贡献 8 亿元左右利润，其中 Q2 预计贡献接近 4 亿元；电池矿产资源业务收入 28.5 亿元，同增 63%，毛利率 12%，基本盈亏平衡，预计主要由镍铁业务贡献，公司宜春碳酸锂产能主体已建好，即将投产，我们预计 23 年权益产量 3 万吨，叠加回收预计释放 3 万吨，23 年权益产量预计超 6 万吨，自供比例进一步提升到 25%，假设自有矿成本 15 万元/吨左右，按碳酸锂均价 25 万元/吨计算，我们预计碳酸锂可贡献 40-45 亿元利润，利润可观。

图10: 宁德时代上游资源布局

资源	合作公司	合作形式	股权	产能	进展
锂	龙蟠科技	股权转让	29%	3万吨碳酸锂	22年9月7日，控股转让，拟就年产3万吨碳酸锂项目开展合作
		宜丰时代			
	天华超净	合资成立天宜锂业	25%	一期2万吨，二期2.5万吨，远期16万吨	18年11月成立，锂盐优先供应宁德时代
	斯诺威矿业	控股	100%	氧化锂资源量29.32万吨	3月3日宁德时代5075万元正式注资斯诺威成为单一控股股东
	天华时代	参股	25%	推测锂资源储量达4亿吨，氧化锂品位1.65%	21年9月天华时代以2.4亿美元取得Manono项目24%的股权
	North American Lithum	控股	44%	锂精矿18万吨/年	18年3月斥资约2.6亿元通过子公司加拿大时代持有，19年停产，23年开始恢复生产
	江西志存锂业	合资成立时代志存/持股	80%/23.162%	3万吨碳酸锂/22年出货6万吨，23年20万吨，25年产能50万吨+	22年1月成立，注册资本10亿元
	四川能投	战略合作	-	在建，氧化锂资源量50万吨	21年10月签署合作
	宜春时代矿业	子公司	65%	在建，氧化锂资源量265万吨，生产规模可达20万吨碳酸锂	22年4月取得宜春陶瓷土探矿权
	天府矿业等	合资成立四川康德	40%	选矿、矿物洗选加工等	22年2月成立，注册成本20亿元
中国宝武	战略合作	-	2025年产能碳酸锂5万吨/年	21年，与中国宝武签订战略合作协议，优选西藏矿业作为碳酸锂战略供应商	
玻利维亚政府	竞标	-	年产2x2.5W吨锂盐潜力	23年1月21日达成协议，最早将于7月开工	
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 (洛阳铝业)	24.68%	-	签署《投资框架协议》，交易完成后将成洛铝第二大股东
镍	蓝天金属	子公司控股	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，安宁工科信，东吴证券研究所

4. 公司财务计提严谨，Q2 汇兑贡献正向收益，对冲投资收益、减值损失等负向影响

23 年 H1 费用率基本稳定，汇兑收益增加带动财务费用率下降，其余费用率环比提升。23 年 H1 公司期间费用合计 179.03 亿元，同比增长 55%，费用率为 9.46%，同比-0.74pct。2023Q2 期间费用合计 89.5 亿元，同比增长 44.79%，环比减 0.04%，期间费用率为 8.93%，同比减 0.68pct，环比减 1.12pct；销售费用 37.83 亿元，销售费用率 3.78%，同比增 0.77pct，环比增 0.5pct；管理费用 26.61 亿元，管理费用率 2.66%，同比增 0.47pct，环比增 0.58pct；财务费用-26.93 亿元，较 Q1 的-5 亿大幅下降，主要系汇兑收益 11 亿元及利润收入增加所致，财务费用率-2.69%，同比增 2.13pct，环比增 2.16pct；研发费用 51.98 亿元，研发费用率 5.19%，同比增 0.21pct，环比减 0.04pct。公司 2023Q2 计提资产减值损失 8.11 亿元，同比增 209.11%，环比减 25.77%，主要为固定资产减值损失，存货跌价准备计提彻底；计提信用减值损失 1.55 亿元，环比减 141.16%。此外，23Q2 公司投资收益-1 亿元，较 Q1 的 15 亿明显下降，Q1 投资收益主要来自股权处置。

图 11：宁德时代 23 年 H1 销售费用率明细

	2023年H1		2022年H1
	销售费用 (百万)	同比	销售费用 (百万)
售后综合服务费	4,893.51	76.2%	2776.50
职工薪酬	990.27	181.9%	351.34
业务费用	467.07	129.4%	203.58
后勤及办公费	118.36	101.9%	58.62
其他	230.55	197.3%	77.56
合计	6,699.76	93.2%	3467.60

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: 宁德时代 23 年 H1 管理费用率明细

	2023年H1		2022年H1
	管理费用 (百万)	同比	管理费用
职工薪酬	2,919.44	70.5%	1712.28
折旧和摊销费	723.79	70.9%	423.55
股份支付费用	335.62	76.0%	190.74
后勤及办公费	172.39	107.6%	83.05
业务费用	104.00	27.7%	81.41
其他	257.04	61.5%	159.20
合计	4,512.28	70.3%	2650.23

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 宁德时代 23 年 H1 财务费用率明细

	2023年H1		2022年H1
	财务费用 (百万)	同比	财务费用 (百万)
利息费用总额	1,551.42	44.9%	1070.41
减: 利息资本化	101.11	322.9%	23.91
利息费用	1,450.31	38.6%	1046.51
减: 利息收入	3,627.58	151.9%	1440.32
汇兑损益	-1,104.76	1668.0%	-62.49
手续费及其他	122.68	24.6%	98.47
合计	-3,159.35	782.9%	-357.84

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 宁德时代分季度费用率

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	1,533.48	1,934.11	3,555.61	4,076.20	2,916.57	3,783.18
-销售费用率	3.15%	3.01%	3.65%	3.45%	3.28%	3.78%
管理费用	1,245.96	1,404.27	1,821.33	2,507.12	1,851.07	2,661.21
-管理费用率	2.56%	2.18%	1.87%	2.12%	2.08%	2.66%
研发费用	2,568.04	3,200.06	4,808.42	4,933.94	4,652.23	5,197.86
-研发费用率	5.28%	4.98%	4.94%	4.17%	5.22%	5.19%
财务费用	-0.37	-357.46	-1,484.25	-957.90	-466.75	-2,692.59
-财务费用率	0.00%	-0.56%	-1.52%	-0.81%	-0.52%	-2.69%
期间费用	5,347.09	6,180.97	8,701.12	10,559.35	8,953.12	8,949.66
-期间费用率	10.98%	9.61%	8.94%	8.93%	10.06%	8.93%
资产减值损失	5.73	-262.35	-653.82	-1,916.49	-1,092.54	-810.95
信用减值损失	-21.97	-382.41	-110.86	-631.01	376.46	-154.95

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营现金流亮眼, 存货进一步下降, 库存降至极低水平。23 年 H1 公司经营现金流净额为 370.70 亿元, 同比上升 98%, Q2 经营活动现金流净额 161.04 亿, 环比下降

23%; 投资活动产生的现金流量净额为-121.17 亿元, 同比上升 61%; 资本开支为 184.53 亿元, 同比下降 25%; 账面现金为 2195.8 亿元, 较 Q1 末上升 4%, 短期借款 207.60 亿元, 较年初降低 4%。23 年 H1 公司应收账款 615.17 亿元, 较 Q1 末增长 27%; 期末公司合同负债 221.34 亿元, 较 Q1 末下降 14%, 在手订单充裕。2023 年 H1 末存货 489.10 亿元, 占总资产比重 7.6%, 较 2022 年末下降 5pct, 其中库存商品 201.44 亿元, 较年初下降 22%, 发出商品 116.38 亿元, 较年初下降 60%, 原材料 17.33 亿元, 较年初减少 63%+, 我们测算公司预计存货 55GWh (预计 H1 消化库存 15gwh), 存货管理稳健, 库存降至极低水平。

表7: 宁德时代存货明细账面余额 (亿元)

	2023 年 H1		2022 年底
	金额	较年初变化	金额
原材料	17.3	-63.4%	47.3
在产品	5.8	-7.9%	6.3
库存商品	201.4	-22.3%	259.1
周转材料	1.9	-9.5%	2.1
合同履约成本	12.7	-3.1%	13.1
发出商品	116.4	-60.3%	293.3
自制半成品	59.6	-18.4%	73.0
委托加工物资	74.0	2.1%	72.5
合计	489.1	-36.2%	766.7

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司财务处理稳健, Q2 资产减值损失仍计提 8 亿, 计提严谨, 质保金严格按比例计提。公司期末销售返利余额 77.61 亿元, 上升 20.4 亿元, 较年初上升 36%; 质保金余额 185.95 亿, 新增 46.17 亿元, 较年初提 33%, 基本按照动力收入 2.4%计提, 会计处理稳健。期末, 公司递延所得税资产 125.93 亿元, 较 Q1 末提升 21%。23 年 H1 新增递延收益 5.6 亿元, 期末余额达 205.35 亿元, 较 Q1 末增加 0.35%, 递延收益为与资产相关的政府补助, 自相关资产可供使用时起, 在该项资产使用寿命内平均分配计入当期营业外收入, 随着公司产能落地, 我们预计将进一步增厚公司盈利能力。公司 23 年 H1 计提资产减值损失 19.03 亿元, 主要为固定资产减值损失, 存货跌价准备计提彻底, 公司会计处理严谨, 此外计提信用减值损失 2.22 亿元。

图15: 宁德时代 23 年 H1 预计负债及递延收益 (亿元)

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年H1
质保金额	16.8	28	39.3	68.22	139.77	185.95
-质保金新增	6	11.1	11.3	28.92	71.55	46.17
售后返利余额	8.3	24.9	28.7	31.3	57.2	77.6
-售后返利新增	1.2	16.6	3.7	2.6	25.90	20.40
所得税递延	12.4	20.8	31.7	55.4	94.8	125.9
所得税	4.7	7.5	8.8	20.26	32.16	39.96
递延收益	6.1	8.1	39.2	120.99	199.67	205.35

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2023 年股权激励草案同步发布, 覆盖重要管理人员, 利于公司海外及长期发展。公司发布 2023 年股权激励计划草案, 授予限制性股票 1259.5589 万股, 占总股本 0.2865%, 授予高级管理人员及中层管理人员 (含部分外籍员工) 424 人, 其中公司董事与高管在任职期间每年转让股份不得超过持有总股份的 25%, 且离职半年内不得转让公司股份。限制性股票授予价格为 112.71 元/股, 要求: 1) 任职期限 12 个月以上; 2) 23 年营收 \geq 3800 亿元; 3) 23-24 年累计营收 \geq 8100 亿元; 4) 23-25 年累计营收 \geq 12900 亿元; 5) 23-26 年累计营收 \geq 18300 亿元; 6) 23-27 年累计营收 \geq 24300 亿元 (若按最低业绩要求计算, 23-27 年对应营收 3800/4300/4800/5400/6000 亿元, 同增 13%/12%/13%/11%)。若各年度公司层面业绩考核条件达标, 个人当年实际归属限制性股票数量=个人当年计划归属的数量 \times 个人归属比例。

图16: 股权激励归属业绩考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	2023 年营业收入值不低于 3,800 亿元
第二个归属期	2023-2024 年两年的累计营业收入值不低于 8,100 亿元
第三个归属期	2023-2025 年三年的累计营业收入值不低于 12,900 亿元
第四个归属期	2023-2026 年四年的累计营业收入值不低于 18,300 亿元
第五个归属期	2023-2027 年五年的累计营业收入值不低于 24,300 亿元

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

股权激励费用影响可控, 核心及海外人才有效激励。公司加快全球化布局, 海外市占率快速提升, 公司此次将部分外籍员工纳入中长期股权激励计划, 稳定和激励核心人才, 进一步推进公司国际化团队建设, 加深海外市场开发、技术支持、产品研发和售后服务布局, 增强海外市场竞争力。本次股权激励预计 23-28 年分别需分摊 1.9/4.7/2.5/1.4/0.8/0.3 亿元, 本次授予价格较低, 费用整体影响可控, 有效激发核心团队积极性。

图17: 股权激励成本摊销情况 (亿元)

首次授予的限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (亿元)	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
1,009.39	11.64	1.87	4.74	2.54	1.42	0.78	0.29

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 投资建议与风险提示

盈利预测与投资评级: 考虑到公司海外市占率持续提升, 我们上修公司 23-25 年归母净利润预测 469/632/857 亿, 同增 52.5%/34.9%/35.5% (原预测: 464/632/855 亿元), 对应 21x/16x/12x, 考虑到公司为动力电池龙头, 给予 23 年 35x, 目标价 373.1 元, 维持“买入”评级。

风险提示:

- 1) 电动车销量不及预期:** 若下游需求不及预期, 电动车销量下滑, 影响对于电池的需求, 从而影响营收水平。
- 2) 原材料价格波动:** 原材料成本在整体成本中占比较高, 原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平, 影响利润空间。
- 3) 竞争加剧超预期:** 各大厂商产能扩大迅速, 导致市场竞争激烈, 市场平均价格逐年走低, 压缩了公司的盈利水平。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	387,735	487,514	654,710	895,698	营业总收入	328,594	438,009	567,896	765,232
货币资金及交易性金融资产	193,025	211,784	303,074	423,532	营业成本(含金融类)	262,050	342,000	442,034	596,753
经营性应收款项	96,302	130,606	169,150	232,194	税金及附加	907	1,210	1,568	2,113
存货	76,669	121,808	156,226	209,272	销售费用	11,099	14,454	17,605	22,957
合同资产	175	219	284	383	管理费用	6,979	10,074	12,210	15,305
其他流动资产	21,565	23,097	25,976	30,318	研发费用	15,510	21,024	24,420	31,375
非流动资产	213,217	235,104	255,661	273,735	财务费用	-2,800	-4,733	-2,340	-1,980
长期股权投资	17,595	17,615	17,637	17,661	加:其他收益	3,037	3,066	3,407	3,826
固定资产及使用权资产	89,920	100,090	112,175	120,306	投资净收益	2,515	2,190	2,556	3,061
在建工程	35,398	41,398	44,848	50,281	公允价值变动	400	0	10	10
无形资产	9,540	13,589	16,780	19,280	减值损失	-3,973	-3,350	-3,810	-4,542
商誉	704	754	804	854	资产处置收益	-5	4	6	8
长期待摊费用	2,295	2,593	2,922	3,284	营业利润	36,822	55,889	74,569	101,073
其他非流动资产	57,766	59,066	60,496	62,069	营业外净收支	-149	100	170	184
资产总计	600,952	722,618	910,371	1,169,433	利润总额	36,673	55,989	74,739	101,257
流动负债	295,761	369,365	473,584	633,971	减:所得税	3,216	5,599	7,474	10,126
短期借款及一年内到期的非流动负债	21,648	100	100	100	净利润	33,457	50,390	67,265	91,131
经营性应付款项	220,764	288,119	369,970	496,196	减:少数股东损益	2,728	3,527	4,036	5,468
合同负债	22,445	37,620	48,624	65,643	归属母公司净利润	30,729	46,863	63,229	85,663
其他流动负债	30,905	43,526	54,890	72,032	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.99	10.66	14.38	19.49
非流动负债	128,282	138,282	159,282	173,382	EBIT	32,048	49,246	70,060	96,730
长期借款	59,099	69,099	80,099	92,199	EBITDA	45,301	68,388	95,352	127,735
应付债券	19,178	19,178	29,178	31,178	毛利率(%)	20.25	21.92	22.16	22.02
租赁负债	572	572	572	572	归母净利率(%)	9.35	10.70	11.13	11.19
其他非流动负债	49,432	49,432	49,432	49,432	收入增长率(%)	152.07	33.30	29.65	34.75
负债合计	424,043	507,647	632,865	807,353	归母净利润增长率(%)	92.89	52.50	34.92	35.48
归属母公司股东权益	164,481	199,016	257,515	336,620					
少数股东权益	12,428	15,955	19,991	25,459					
所有者权益合计	176,909	214,971	277,506	362,079					
负债和股东权益	600,952	722,618	910,371	1,169,433					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	61,209	83,992	122,892	164,354	每股净资产(元)	67.34	81.48	105.43	137.82
投资活动现金流	-64,140	-39,284	-43,668	-46,376	最新发行在外股份(百万股)	4,396	4,396	4,396	4,396
筹资活动现金流	82,266	-26,448	11,556	1,970	ROIC(%)	13.79	15.25	18.24	19.93
现金净增加额	82,124	18,259	90,780	119,947	ROE-摊薄(%)	18.68	23.55	24.55	25.45
折旧和摊销	13,253	19,142	25,292	31,005	资产负债率(%)	70.56	70.25	69.52	69.04
资本开支	-48,215	-39,354	-43,941	-46,977	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.38	21.23	15.74	11.62
营运资本变动	16,843	542	17,029	23,717	P/B(现价)	3.36	2.78	2.15	1.64

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>