

宁德时代 (300750)

2024 年一季报点评：业绩持续超预期，龙头尽显风范

买入 (维持)

2024 年 04 月 16 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

研究助理 朱家佟

执业证书：S0600122080076
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	328,594	400,917	402,567	484,071	572,445
同比	152.07%	22.01%	0.41%	20.25%	18.26%
归母净利润 (百万元)	30,729	44,121	50,162	62,222	76,792
同比	92.89%	43.58%	13.69%	24.04%	23.42%
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.99	10.03	11.40	14.14	17.46
P/E (现价&最新摊薄)	28.22	19.66	17.29	13.94	11.29

投资要点

■ **事件：**公司 Q1 实现收入 798 亿元，同环比-10%/-25%，归母净利润 105 亿元，同环比+7%/-19%，扣非净利润 92.5 亿元，同环比+19%/-29%；毛利率 26.4%，同环比+5pct/0.8pct，归母净利率 13.2%，同环比+2pct/+1pct。业绩好于市场一致预期 90-100 亿元，大超市场预期。

■ Q1 亮点如下：

■ **1) Q1 出货量 95gwh，国内爆款车贡献增量，超预期。**我们预计 Q1 出货量 95gwh，同环比+24%/-20%，其中储能出货近 19gwh，同环比+35%/-10%，占比 20%。1-2 月公司全球动力装机 36gwh，市占率 38.4%，我们预计 Q1 装机 60-65gwh，同比增 30-40%；Q1 公司国内装机 41gwh，同比增 41%，份额提升 5pct 至 49%，主要受益问界、小米、理想等订单拉动。公司 Q1 末库存略降，仍保持低库存状态。我们预计全年出货量 480-500gwh，同比 23-28%，其中储能出货量 90-95gwh，增长 35%。

■ **2) Q1 均价基本稳定，毛利率微增，单 wh 毛利稳定。**我们测算 Q1 电池均价接近 0.8 元/wh，环比下降 4%，毛利率近 29%，环比微增；电池单 wh 毛利 0.22 元/wh，环比持平，单 wh 利润预计为 0.095 元/wh，环比下降 20%，主要由于期间费用率环比提升近 4 个点。由于电池价格已充分见底，全年公司单 wh 毛利将维持稳定。

■ **3) 增值税加计扣除增厚其他收益，27 年前具备持续性。**Q1 公司其他收益为 32 亿元，同环比+135%/72%，其中增值税加计扣除 14 亿元、补助 18 亿元。我们测算 23 年公司增值税加计扣除可冲回 20 亿元+，将于 24 年确认，其中 Q1 当期增值税加计扣除冲回 4 亿元，其余 10 亿为 23 年递延确认，该政策优惠持续至 27 年底。

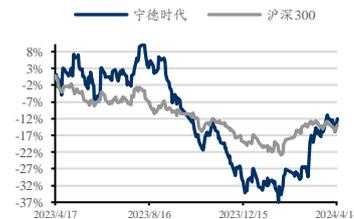
■ **4) Q1 汇兑损失影响，费用率较高。**Q1 期间费用 103 亿元，同环比+16%/+7%，期间费用率 13%，同环比+3pct/+4pct，其中销售费率 4.2%，同环比+1/-3pct；管理费用率 2.9%，同环比+0.8/+1.4pct；研发费率 5.4%，环比+2pct，同比持平；财务费用率 0.4%，同比+1pct/3pct，主要由于 Q1 确认 16 亿元汇兑损失。

■ **5) 预计负债持续增加，现金流亮眼。**Q1 末预计负债为 573 亿元，新增 57 亿元，其中我们预计返利与质保金各占 50%，持续平滑电池价格波动对盈利影响。Q1 末存货 440 亿元，同环比-31%/-3%；Q1 经营性净现金流 284 亿元，同环比+35%/-29%；资本开支 71 亿元，规模缩减，后续资本开支将集中于海外基地。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司一季度出货超市场预期，我们上修 24-26 年归母净利润预期 502/622/768 亿元 (此前预期 463/568/705 亿元)，同比增 14%/24%/23%，对应 PE 为 17/14/11x，基于公司全球电池龙头地位，给予 24 年 25x，对应目标价 285 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)	197.14
一年最低/最高价	140.40/418.00
市净率(倍)	4.17
流通 A 股市值(百万元)	767,831.26
总市值(百万元)	867,226.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	47.22
资产负债率(% ,LF)	68.48
总股本(百万股)	4,399.04
流通 A 股(百万股)	3,894.85

相关研究

《宁德时代(300750)：宁德时代发布磐石底盘，突破乘用车市场，预计 24 年 SOP》

2024-03-31

《宁德时代(300750)：2023 年年报点评：盈利能力超预期，高分红彰显资金实力》

2024-03-16

1. 公司业绩：大超市场预期，盈利水平持续亮眼

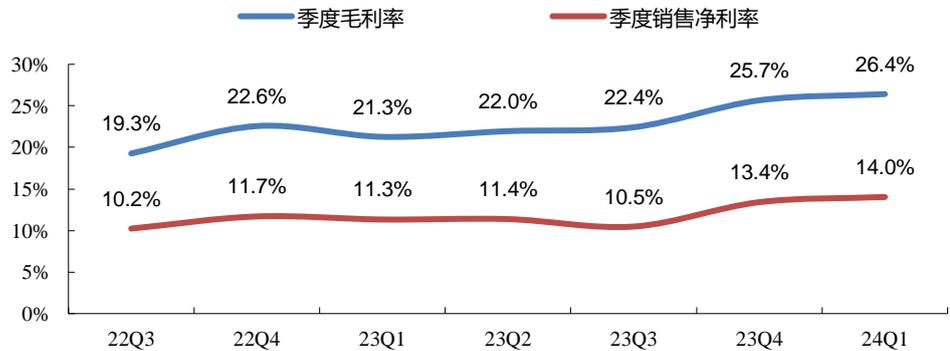
24年Q1归母净利润105亿元，同环比+7%/-19%。24年Q1公司实现营收798亿元，同减10%，环减25%，归母净利润105亿元，同增7%，环减19%，扣非净利润92.5亿元，同增19%，环减29%。盈利方面，24年Q1毛利率26.4%，同环比+5.1/+0.8pct，归母净利率13.2%，同环比+2.1/+0.2pct，扣非归母净利率11.6%，同环比+2.8/-0.7pct，业绩好于市场一致预期（90-100亿元）。

图1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万元)	79770.8	106239.8	105431.2	100207.6	89038.5
-同比	-10.41%	-10.16%	8.28%	55.86%	82.91%
毛利率	26.42%	25.66%	22.42%	21.96%	21.27%
归母净利润(百万元)	10510.0	12975.8	10428.2	10895.0	9822.3
-同比	7.00%	-1.23%	10.66%	63.22%	557.97%
归母净利率	13.18%	12.21%	9.89%	10.87%	11.03%
扣非归母净利润(百万元)	9247.4	13110.7	9428.0	9752.9	7800.1
-同比	18.56%	7.69%	4.91%	60.56%	698.35%
扣非归母净利率	11.59%	12.34%	8.94%	9.73%	8.76%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 电池业务：Q1 出货超市场预期，单 wh 毛利稳定，彰显龙头竞争力

Q1 出货量 95gwh，国内爆款车贡献增量，超市场预期。公司动储 Q1 出货我们预计 95gwh，同环比+24%/-20%，其中动力出货我们预计 76GWh，同环比+22%/-23%，占比 80%，储能出货近 19gwh，同环比+35%/-10%，占比 20%。公司 Q1 动力电池增速受爆款车拉动超越行业增速，超市场预期，其中公司 1-2 月全球动力装机 36GWh，同增 45%，市占率 38.4%，我们预计 Q1 全球装机 60-65gwh，同增 30-40%，Q1 国内装机 41.31GWh，同增 41%，市占率为 48.9%，同增 4.5pct，主要受问界、小米、理想等订单拉动；考虑公司全球市占率稳中有升，我们预计全年出货量 480-500gwh，同增 23-28%，其中动力出货 395GWh，同增 25%，储能出货 90-95GWh，同增 35%。

Q1 均价基本稳定，毛利率微增，单 wh 毛利稳定。我们测算 Q1 电池均价接近 0.8 元/wh，环降 4%，毛利率近 29%，环比微增；电池单 wh 毛利 0.22 元/Wh，环比持平，单 wh 利润预计为 0.095 元/wh，环降 20%，主要由于期间费用率环比提升近 4 个点。分业务看，我们预计公司 Q1 动力电池收入 533 亿元，环降 26%，毛利率 29%，环比稳定，均价接近 0.8 元/Wh，环降 3%，单 wh 毛利 0.2 元，单 Wh 净利 0.096 元，环降 22%；公司 Q1 储能电池收入 140 亿元，环降 14%，毛利率 28%，环比稳定，均价接近 0.8 元/Wh，环降 5%，单 wh 毛利 0.2 元，单 Wh 净利 0.097 元，环降 24%。由于电池价格已充分见底，全年公司单 wh 毛利将维持稳定。

CATL-Inside 打造 C 端品牌力，发布天恒储能系统。根据 36 氪汽车，宁德计划于今年 8 月开设首个线下品牌展示门店，全面展示“CATL Inside”车型，预计可以涵盖超 20 家车企，超 50 款车型。此外，宁德会同步开启线上传播，抖音直播间将在 4 月开播，联合车企高管日常互动，全面打造品牌的影响力，公司全面发力 to C 战略，从普通工业品向消费品转换，最终提升产品溢价，提升估值水平。4 月 9 日，宁德时代发布 24 年全新储能产品：天恒储能系统，具有 5 年零衰减的优异特性，系统能够在标准 20 尺集装箱内实现 6.25 兆瓦时级的高能量密度。同时系统还搭载了储能专用电芯 L 系列产品，使得能量密度达到 430Wh/L，进一步提升公司储能产品竞争力。

图3: 公司动力及储能业务拆分

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
1.动力电池系统					
收入 (百万)	64,824	74,594	74,001	71,834	53,298
-同比增长	78%	75%	6%	-18%	-18%
-环比增长	-26%	15%	-1%	-3%	-26%
产量 (gwh, 含储能)	70.00	84.00	109.20	125.80	85.00
-环比增长	-31%	20%	30%	15%	-32%
销量 (gwh)	62.38	77.62	81.94	99	76.00
-同比增长	39%	65%	21%	21%	22%
-环比增长	-24%	24%	6%	21%	-23%
均价 (含税, 元/wh)	1.17	1.09	1.02	0.82	0.79
-幅度 (环比)	-3.0%	-7.5%	-6.0%	-19.7%	-3.3%
毛利率	20.00%	20.65%	22.00%	29.05%	29.10%
毛利 (百万)	12,965	15,407	16,280	20,871	15,510
均毛利 (元/wh)	0.208	0.198	0.199	0.211	0.204
单位利润 (元/wh)	0.087	0.095	0.088	0.123	0.096
2.储能系统					
收入 (百万)	13,619	14,366	15,668	16,247	14,003
-同比增长	218%	70%	7%	-8%	3%
-环比增长	-23%	5%	9%	4%	-14%
出货量 (gwh)	13.9	16.1	18.1	21	19.0
-同比增长	179%	61%	20%	23%	36%
-环比增长	-18%	15%	12%	16%	-9%
均价 (含税, 元/wh)	1.10	1.01	0.98	0.88	0.83
毛利率	21.3%	21.3%	23.5%	28.3%	28.5%
单位利润 (元/wh)	0.092	0.094	0.097	0.127	0.097

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 锂电材料及回收+电池矿产资源+其他业务: Q1 预计收入 125 亿元, 环降 30%, 盈利贡献占比下降

其他业务盈利贡献占比下降。我们测算公司 Q1 其他业务预计收入 33 亿元, 同比下滑 8%, 占比 4% 左右, 预计贡献 4 亿左右归母净利润; 锂电材料及回收业务及电池矿产资源业务合计贡献收入 92 亿元左右, 同增 30%, 考虑公司碳酸锂处于爬坡阶段, 且碳酸锂价格下降影响回收盈利水平, 预计两块业务亏损 4 亿元左右, 与其他业务基本打平。

图4: 公司其他业务拆分 (百万元)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
3.锂电材料及回收					
收入 (百万)	5,746	6,936	9,017	11,903	8,332
-同比增长	6%	-16%	36%	107%	45%
-环比增长	0%	21%	30%	32%	-30%
毛利率	19%	15%	15%	3%	6%
毛利 (百万)	1,092	1,058	1,353	322	500
-费用率	10.1%	8.9%	11.6%	9.1%	13.0%
合计利润 (百万)	431	371	285	-647	-492
-占比	5%	3%	3%	-4%	-5%
4.电池矿产资源					
收入 (百万)	1,327	1,525	3,053	1,829	885
-同比增长			53%	-27%	-33%
-环比增长	-47%	15%	100%	-40%	-52%
出货量 (万吨)	0.50	0.60	1.50	1.59	1.00
均价 (万/吨)	30	25	23	13	10
毛利率	12%	12%	25%	24%	20%
毛利 (百万)	159	181	763	432	177
-费用率	10.1%	8.9%	11.6%	9.1%	13.0%
合计利润 (百万)	22	38	385	226	53
-占比	0%	0%	4%	2%	1%
5.其他	4.0%		3.50%		4.1%
收入 (百万)	3,522	2,787	3,692	4,427	3,252
-同比增长	40%	-43%	-19%	-2%	-8%
-环比增长	-22%	-21%	33%	20%	-27%
毛利率	52%	82%	42%	23%	27%
毛利 (百万)	1,821	2,291	1,563	1,038	894
-费用率	10.1%	8.9%	11.6%	9.1%	13.0%
合计利润 (百万)	1,231	1,729	1,070	541	400
-占比	15%	16%	10%	4%	4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 增值税加计扣除增厚利润，经营活动净现金流亮眼

增值税加计扣除增厚其他收益，27年前具备持续性。Q1公司其他收益为32亿，同环比+135%/72%，其中增值税加计扣除14亿元、补助18亿元。我们测算23年公司增值税加计扣除可冲回近30亿元，将于24年确认，其中Q1当期增值税加计扣除冲回6亿元，其余8亿元为23年递延确认，该政策优惠持续至27年底。

图5：公司其他收益及政府补助情况（亿元）

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
其他收益	13.7	16.4	14.0	18.7	32.1
政府补助	13.0	15.5	13.0	15.7	18.2
差值	0.6	0.9	0.9	3.0	13.9

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计负债持续增加，我们预计质保金及返利各占50%，公司计提审慎。24Q1末预计负债为573亿元，新增57亿元，其中我们预计返利与质保金各占50%左右，我们预估Q1计提销售返利20-30亿元，持续平滑电池价格波动对盈利影响。

图6：公司预计负债情况（亿元）

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
预计负债	220	264	318	516	573
-质保金余额		186		284	
-销售返利余额		78		231	
-弃置费用		-		1	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q1受汇兑损失影响，季度费用率较高。24Q1公司期间费用合计103亿，同环比+15.5%/+7.0%，期间费用率12.97%，同环比+2.9/+3.9pct；24Q1销售费用33.87亿元，销售费用率4.25%，同环比+0.97/-3.03pct，管理费用23.03亿元，管理费用率2.89%，同环比+0.81/+1.43pct；研发费用43.40亿元，研发费用率5.44%，同环比+0.22/+2.16pct；财务费用3.13亿元，财务费用率0.39%，同环比+0.92/+3.30pct，主要由于Q1确认16亿汇兑损失。公司24年Q1计提资产减值损失5.08亿元，同比减少54%；信用减值损失2.68亿元，同比减少171%。

图7: 公司分季度费用情况

单位: 百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
销售费用	2916.57	3783.18	3522.35	7732.33	3387.00
-销售费用率	3.28%	3.78%	3.34%	7.28%	4.25%
管理费用	1851.07	2661.21	2405.54	1544.00	2303.00
-管理费用率	2.08%	2.66%	2.28%	1.45%	2.89%
研发费用	4652.23	5197.86	5025.65	3480.37	4340.00
-研发费用率	5.22%	5.19%	4.77%	3.28%	5.44%
财务费用	-466.75	-2692.59	1325.46	-3093.81	313.00
-财务费用率	-0.52%	-2.69%	1.26%	-2.91%	0.39%
期间费用	8953.12	8949.66	12278.99	9662.90	10343.00
-期间费用率	10.06%	8.93%	11.65%	9.10%	12.97%
资产减值损失	-1092.54	-810.95	-944.73	-3005.71	-507.56
信用减值损失	376.46	-154.95	-469.91	-5.64	-267.72

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营性现金流亮眼, 存货较年初微降。2024Q1 公司经营性活动现金流净额 283.6 亿元, 同环比+35%/-29%; 投资活动现金流净额-79.1 亿元, 同比扩大 36%; 24Q1 末公司存货 439.8 亿元, 较年初减少 3%; 应收账款 511.9 亿元, 较年初减少 20%; 合同负债 206 亿元, 较年初减少 14%。2024 年 Q1 公司账面现金 2885.7 亿元, 较年初增加 9%; 短期借款 165 亿元, 较年初增加 9%。2024Q1 公司资本开支 70.67 亿元, 同比-32%, 规模缩减, 后续资本开支将集中于海外基地; 在建工程 262.2 亿元, 较年初增加 5%; 固定资产 1144.99 亿元, 较年初减少 1%。

投资建议: 考虑到公司一季度出货超市场预期, 我们上修 24-26 年归母净利润预期 502/622/768 亿(此前预期 463/568/705 亿元), 同比增 14%/24%/23%, 对应 PE 为 17/14/11x, 基于公司全球电池龙头地位, 给予 24 年 25x, 对应目标价 285 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。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	449,788	477,961	605,634	746,801	营业总收入	400,917	402,567	484,071	572,445
货币资金及交易性金融资产	264,314	288,221	380,066	479,931	营业成本(含金融类)	309,070	297,357	355,521	419,745
经营性应收款项	128,024	110,498	133,517	160,985	税金及附加	1,696	1,702	2,047	2,421
存货	45,434	65,174	76,948	89,699	销售费用	17,954	18,317	21,057	24,043
合同资产	234	201	242	286	管理费用	8,462	10,064	11,618	13,166
其他流动资产	11,781	13,867	14,861	15,901	研发费用	18,356	20,732	24,204	27,477
非流动资产	267,380	272,254	274,971	275,313	财务费用	(4,928)	(3,407)	(3,949)	(5,663)
长期股权投资	50,028	50,048	50,070	50,094	加:其他收益	6,267	7,649	6,777	6,869
固定资产及使用权资产	115,766	108,481	101,921	92,568	投资净收益	3,189	2,818	2,904	2,977
在建工程	25,012	29,012	31,312	34,934	公允价值变动	46	100	130	150
无形资产	15,676	22,167	27,313	31,376	减值损失	(6,108)	(6,700)	(7,370)	(8,008)
商誉	708	758	808	858	资产处置收益	17	4	5	6
长期待摊费用	4,696	4,994	5,323	5,685	营业利润	53,718	61,672	76,020	93,249
其他非流动资产	55,495	56,795	58,225	59,798	营业外净收支	196	20	100	200
资产总计	717,168	750,215	880,605	1,022,115	利润总额	53,914	61,692	76,120	93,449
流动负债	287,001	261,506	309,332	361,407	减:所得税	7,153	8,328	10,276	12,616
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,190	100	100	100	净利润	46,761	53,364	65,843	80,834
经营性应付款项	194,554	187,180	221,846	259,621	减:少数股东损益	2,640	3,202	3,621	4,042
合同负债	23,982	26,762	31,997	37,777	归属母公司净利润	44,121	50,162	62,222	76,792
其他流动负债	46,275	47,464	55,390	63,909	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.03	11.40	14.14	17.46
非流动负债	210,284	220,284	241,284	255,384	EBIT	45,379	54,395	69,624	85,592
长期借款	83,449	93,449	104,449	116,549	EBITDA	68,025	80,542	99,760	119,367
应付债券	19,237	19,237	29,237	31,237	毛利率(%)	22.91	26.13	26.56	26.67
租赁负债	283	283	283	283	归母净利率(%)	11.01	12.46	12.85	13.41
其他非流动负债	107,315	107,315	107,315	107,315	收入增长率(%)	22.01	0.41	20.25	18.26
负债合计	497,285	481,790	550,616	616,791	归母净利润增长率(%)	43.58	13.69	24.04	23.42
归属母公司股东权益	197,708	243,048	300,990	372,284					
少数股东权益	22,175	25,377	28,998	33,040					
所有者权益合计	219,883	268,425	329,989	405,323					
负债和股东权益	717,168	750,215	880,605	1,022,115					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	92,826	74,804	111,340	129,309	每股净资产(元)	44.94	55.25	68.42	84.63
投资活动现金流	(29,188)	(29,180)	(30,844)	(31,935)	最新发行在外股份(百万股)	4,399	4,399	4,399	4,399
筹资活动现金流	14,716	(22,318)	10,719	1,841	ROIC(%)	12.65	12.95	14.25	14.55
现金净增加额	80,536	23,306	91,215	99,215	ROE-摊薄(%)	22.32	20.64	20.67	20.63
折旧和摊销	22,646	26,147	30,137	33,775	资产负债率(%)	69.34	64.22	62.53	60.34
资本开支	(33,612)	(29,878)	(31,466)	(32,451)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.66	17.29	13.94	11.29
营运资本变动	25,784	(12,672)	6,448	4,678	P/B(现价)	4.39	3.57	2.88	2.33

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>