

宁德时代 (300750.SZ)

降本增利持续领跑行业，横纵创新发展利在长期

2022 年 06 月 12 日

——公司深度报告

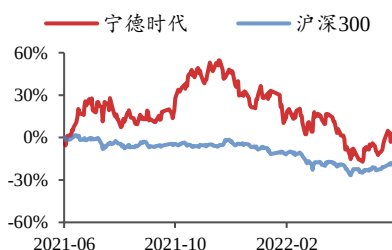
投资评级：买入（维持）
刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

日期	2022/6/10
当前股价(元)	454.00
一年最高最低(元)	692.00/353.00
总市值(亿元)	10,582.06
流通市值(亿元)	9,255.50
总股本(亿股)	23.31
流通股本(亿股)	20.39
近 3 个月换手率(%)	52.5

股价走势图



数据来源：聚源

● 财务指标下的宁德时代：盈利能力领先行业、成本控制持续优化

公司盈利能力常年领先其他动力电池一线企业，销售净利率相较于可比企业优势显著，主要源于单位毛利水平领先；这体现为公司在覆盖优质下游客户、享受品牌&技术溢价、涉及附加值更高的环节的基础上，动力电池产品有着更高的单位收入；同时优秀的费用控制能力和规模效应也增厚了公司销售净利率水平。成本控制方面，公司动力电池产品单位成本近年稳步下降，主要源于供应链强议价能力带来的单位材料成本下降，以及规模效应带来的单位折旧下降，成本控制能力持续优化。我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润有望达到 258.22/398.50/589.70 亿元，EPS 分别为 11.08/17.10/25.30 元/股，当前股价对应市盈率分别为 41.0/26.6/17.9 倍，维持“买入”评级。

● 从财务数据看短期盈利压力：2021 年下半年加紧补库存，最困难时点或将过去

公司 2021 年应付款项、预付款项、购买商品/劳务支付的现金同比均有显著的提升，一方面源于公司业务量高增，另一方面则源于 2021 年上游原材料涨价潮之下，公司在 2021 年下半年加紧补库存的节奏，在上游议价能力迅速提升的背景下公司 2021Q3 加大原材料采购力度，并通过长单锁定、签署保供协议等方式保障供应；我们测算以 NCM5、6 系为代表的中镍三元电池的材料成本已于 2022Q1 末达到峰值，Q2 以来上游材料成本高位松动，在公司提价落地的基础上，盈利有望于 Q2 迎来拐点。

● 长期资产负债项目观察：高速扩张、横纵并举拓展产业链版图

公司固定资产及股权投资 2021 年增幅显著，公司近年湖西项目的建设应已接近尾声；当前仍然围绕宁德、江苏、四川三大基地进行高速扩产，各主要项目仍在高速建设阶段，横向拓展力度强劲；在近期公司定增落地、政府补助力度较大的背景下，公司资金压力可控；产业链上游方面，公司近年通过参股、控股等方式持续发力成本占比较高的锂盐、正极环节；下游方面则通过参控股布局 CTC 环节，并深化与下游车企绑定，持续完善产业链生态。

● 风险提示：公司产品需求不及预期、技术创新不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	50,319	130,356	268,580	362,066	494,972
YOY(%)	9.9	159.1	106.0	34.8	36.7
归母净利润(百万元)	5,583	15,931	25,822	39,850	58,970
YOY(%)	22.4	185.3	62.1	54.3	48.0
毛利率(%)	27.8	26.3	23.8	25.3	26.8
净利率(%)	11.1	12.2	9.6	11.0	11.9
ROE(%)	8.8	19.3	23.5	26.7	28.4
EPS(摊薄/元)	2.40	6.83	11.08	17.10	25.30
P/E(倍)	189.5	66.42	40.98	26.55	17.94
P/B(倍)	16.5	12.5	9.6	7.1	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 盈利能力领先行业，成本控制持续优化	4
1.1、 出货结构叠加规模效应带动产品盈利水平保持强势	4
1.1.1、 宁德时代动力电池业务综合盈利水平相对竞争对手优势显著	4
1.1.2、 高销售净利率的主要驱动：出货结构优质带来的毛利水平领先	5
1.1.3、 优秀的费用控制能力与规模效应进一步增厚了公司销售净利率	6
1.2、 成本控制持续优化，供应链地位从上游购料与下游放量双向推动降本	7
2、 从财务数据看短期盈利压力：2021 下半年抓紧补充库存，盈利最困难时点或将过去	8
3、 从长期资产负债项目看宁德时代边际动向：高速扩张、横纵并举加速布局产业链版图	10
3.1、 横向拓展观察：聚焦三大子公司，进一步开拓广东地区	10
3.1.1、 几大子公司增资额可观，兼顾合资公司	10
3.1.2、 重大在建工程主要集中于三大基地，高速扩产进程如火如荼	11
3.1.3、 定增稳步落地助力高速扩产，财务状况稳健	12
3.2、 纵向拓展：上游一体化布局保供降本，下游深化合作并布局 CTC	13
4、 盈利预测与投资建议	16
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 宁德时代近年销售净利率水平相较于主要竞争对手优势显著	4
图 2： 相较于宁德时代，亿纬锂能的投资收益贡献水平显著更高，主要来自合营企业思摩尔国际的电子烟业务 ...	4
图 3： 均剔除投资收益影响后，宁德时代在锂电池业务方面的盈利水平仍具优势	4
图 4： 相较于主要竞争对手，公司毛利率水平表现出更强的竞争力和稳定性	5
图 5： 近年公司动力电池业务的单位毛利水平同样保持强势（单位：元/Wh）	5
图 6： 公司动力电池单位收入显著高于可比企业（单位：元/Wh）	6
图 7： 公司单位成本同样处于高位（单位：元/Wh）	6
图 8： 受益于费用控制力和规模效应，公司期间费用率常年低于可比企业	6
图 9： 公司固定资产周转率持续高于可比企业，规模效应显著（单位：次）	6
图 10： 在较低的期间费用率基础之上，公司研发投入在绝对水平与相对水平上均亮眼（单位：亿元）	6
图 11： 公司动力电池业务单位成本近年持续下降（单位：元/Wh）	7
图 12： 近年公司单位材料&折旧成本整体呈下降趋势（单位：元/Wh）	7
图 13： 单位材料和折旧成本降低为总体降本提供稳定支持	7
图 14： 公司单位折旧纵向下降明显，但相对仍高于可比企业（单位：元/Wh）	8
图 15： 公司总体及机器设备累计折旧率处于较高水平	8
图 16： 上游锂盐是 2021 年中以来成本压力最大的环节	8
图 17： 动力电池企业 2022Q1 毛利水平均有受损	8
图 18： 上游成本压力及业务扩张下，公司应付账款项目同比高增，环比增速中枢 2021 年亦有提升	9
图 19： 公司预付款项增速同样处于较高水平	9
图 20： 公司购买商品支付的现金 2021Q3 环比增速达到峰值	9
图 21： 公司存货水平环比增速同样抬升，Q3 囤货力度较大，整体节奏较为稳定	9
图 22： 公司库存结构近年保持稳定，库存和发出商品是主要部分	10
图 23： 公司存货周转水平近一会计年度较为稳定，2021 年维持在 3 个月左右的水平（单位：月数）	10

图 24： 我们测算动力电池原材料成本或已于 2022Q2 期初达到峰值，公司后续盈利有望迎来拐点持续修复（单位：元/Wh）	10
图 25： 公司 2021 年预付工程设备款及土地出让金均明显提升（单位：亿元）	12
图 26： 2021 年公司长期借款中信用借款占比增加显著	13
图 27： 政府补助对应的递延收益近年增长迅猛	13
表 1： 宁德时代的生产机器设备折旧率设置相较于可比企业较为谨慎	8
表 2： 公司 2021 年聚焦于三大子公司进行增资，并加大对合资公司的投入力度	11
表 3： 2021 年湖西基地及扩建项目仅考虑定增募资运用，其投入进度也已过半	11
表 4： 公司在建工程中，三大基地项目及欧洲项目是主要组成部分	12
表 5： 公司主要在建项目已新规划 200+GWh 产能，总体进度仍未过半，建设仍在快车道（单位：亿元）	12
表 6： 公司最新定增项目落地后，主要新增项目融资缺口预计缩减至 300 亿元左右（单位：亿元）	13
表 7： 公司近年纵向扩展力度显著，涵盖上游高价值环节与下游新技术环节，助力扩产放量	15
表 8： 预计 2022-2023 年宁德时代归母净利润有望达 258 亿/399 亿元	16
表 9： 和业内其他龙头公司相比，宁德时代的估值适中具备配备价值	17

1、盈利能力领先行业，成本控制持续优化

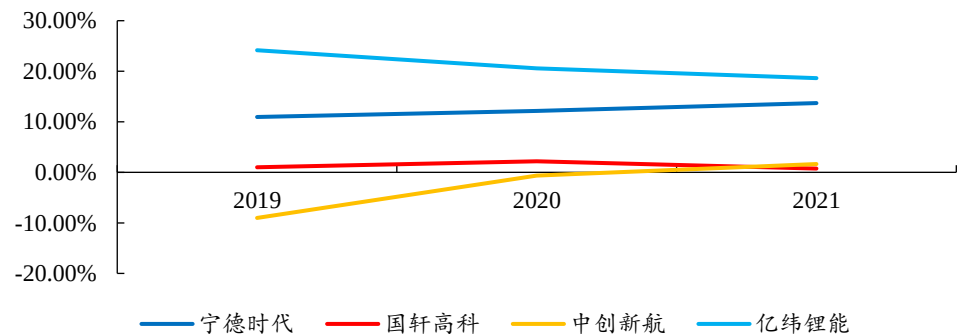
1.1、出货结构叠加规模效应带动产品盈利水平保持强势

1.1.1、宁德时代动力电池业务综合盈利水平相对竞争对手优势显著

我们对比了公司与其他三家可比企业的销售净利率情况，结合近年情况看，公司业务竞争优势已较为充分地体现在盈利水平上。我们将公司的销售净利率水平与另外三家国内近年在动力电池产销方面市场影响力较大、且营收来源以动力电池销售为主的三家企业：国轩高科、中创新航与亿纬锂能进行了初步对比（比亚迪动力电池近年主要为内部供应，对应财务数据可得性不足，故未进行对比）。其中相较于国轩高科、中创新航，公司优势较为显著，2018-2021 年均大幅高于二者。我们认为公司近年的竞争地位已经较为充分地反映在销售净利率水平上。

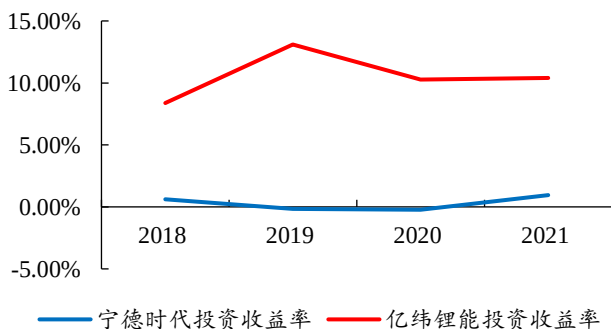
剔除与核心业务无关的损益后公司核心业务盈利水平仍具备优势。亿纬锂能近年的销售净利率水平亮眼，但主要贡献并非来自其动力电池业务，而是源于联营企业思摩尔国际（前身为原新三板挂牌企业麦克韦尔，主营电子雾化设备）近 4 年每年都为公司贡献稳定可观的投资收益，其构成公司近年投资收益的主要组成部分，并大幅增厚公司销售净利率水平，以 2021 年为例，亿纬锂能的投资收益率（投资收益与营业总收入的比值）为 9.92%，远高于宁德时代的 0.95%；而其投资收益总额为 17.58 亿元，占利润总额的 57.79%。在剔除联营企业与合营企业的投资收益后，公司的净利率水平仍持续高于亿纬锂能。

图1：宁德时代近年销售净利率水平相较于主要竞争对手优势显著



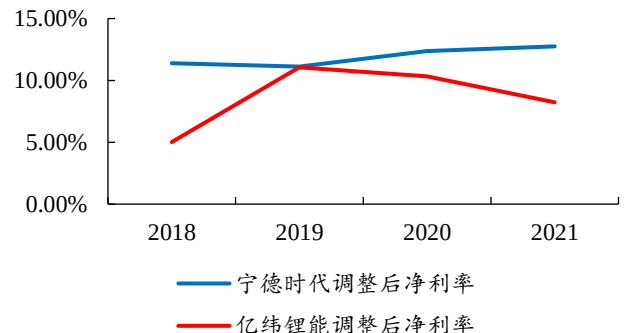
数据来源：各公司公告、开源证券研究所（中创新航在发行说明书披露 2019-2021 年情况，下同）

图2：相较于宁德时代，亿纬锂能的投资收益贡献水平显著更高，主要来自合营企业思摩尔国际的电子烟业务



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图3：均剔除投资收益影响后，宁德时代在锂电池业务方面的盈利水平仍具优势

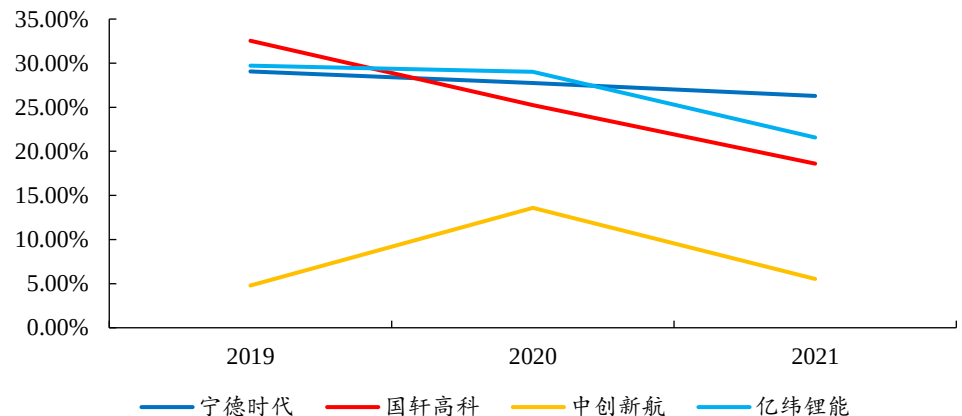


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.1.2、高销售净利率的主要驱动：出货结构优质带来的毛利水平领先

我们认为驱动公司保持强势净利率水平的最主要因素在于其优质的出货结构：更高的产品附加值、更高端的下游整车客户以及先进工艺技术水平带来的技术&品牌溢价。公司毛利率水平近年相较于可比企业保持了较高的竞争力，且稳定性更佳，2021年在锂电主材受上游影响价格大幅波动的背景下，仍优于其他可比企业。

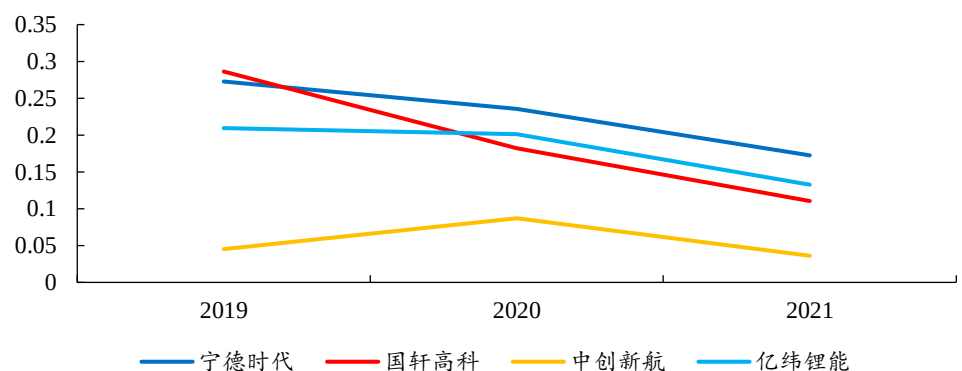
图4：相较于主要竞争对手，公司毛利率水平表现出更强的竞争力和稳定性



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

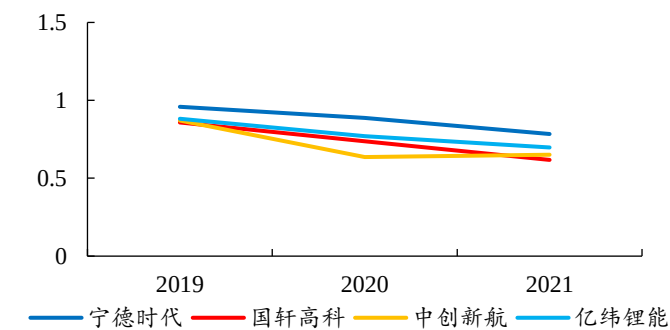
公司动力电池业务盈利水平优势显著。考虑到公司公告中的毛利率及净利率水平均为现有各业务经营的综合体现，为进一步考察宁德时代在其主营的动力电池领域的竞争力，我们结合各公司公告披露的年度动力电池销售量、价情况，进行了进一步分析，宁德时代动力电池产品的单位毛利水平近年同样保持强势，2021年为0.17元/Wh，优于可比企业。

图5：近年公司动力电池业务的单位毛利水平同样保持强势（单位：元/Wh）

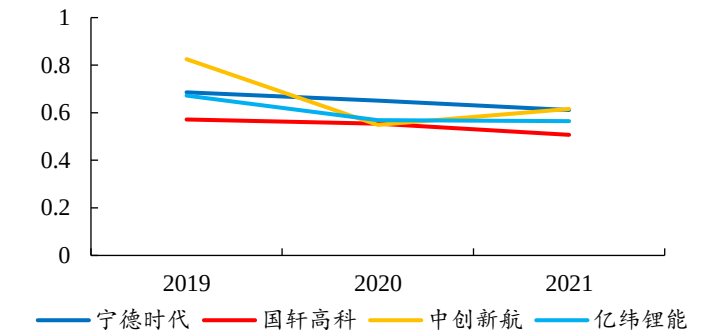


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

从收入与成本两方面进行分析，我们认为公司单位毛利水平强势的主要原因在于其优质的出货结构。公司动力电池系统业务的单位收入常年高于主要竞争对手，应源于公司涉足附加值更高的环节、面向的客户结构更为优越以及享有技术工艺&先发优势驱动的品牌溢价。公司的单位成本相对于可比企业同样处于较高水平，或印证这项推断。

图6：公司动力电池单位收入显著高于可比企业（单位：元/Wh）


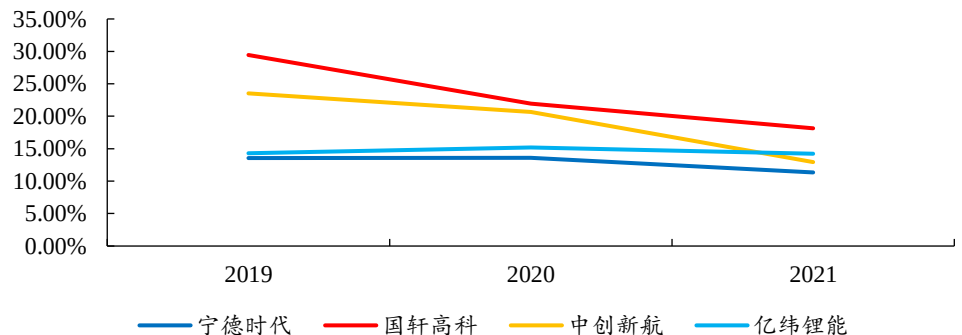
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图7：公司单位成本同样处于高位（单位：元/Wh）


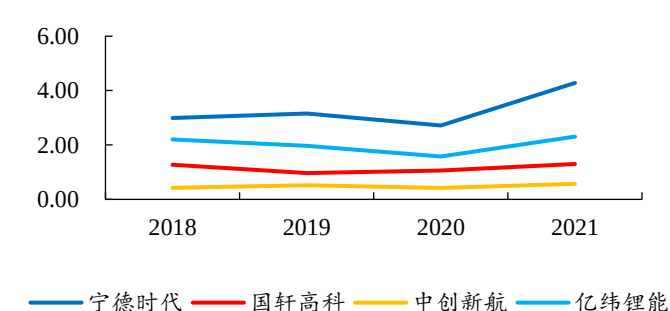
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.1.3、优秀的费用控制能力与规模效应进一步增厚了公司销售净利率

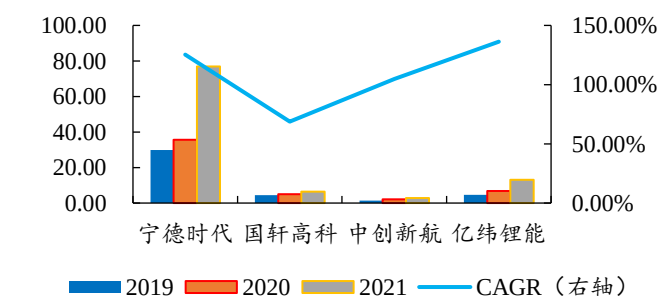
公司期间费用率近年呈现下降趋势，应主要源于公司费用控制能力的持续提升、以及终端需求放量带来的规模效应，并增厚了公司销售净利率。作为印证，我们以固定资产周转率进行对比，公司近年周转水平平均高于可比企业，规模效应显著；同时值得注意的是，公司在控制期间费用率处于低位的同时，研发投入的绝对力度及增速同样可观，有望持续“研发为上维持品牌溢价&降本增效——出货持续放量提高盈利水平——高盈利反哺研发”的良性循环。

图8：受益于费用控制力和规模效应，公司期间费用率常年低于可比企业


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：公司固定资产周转率持续高于可比企业，规模效应显著（单位：次）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

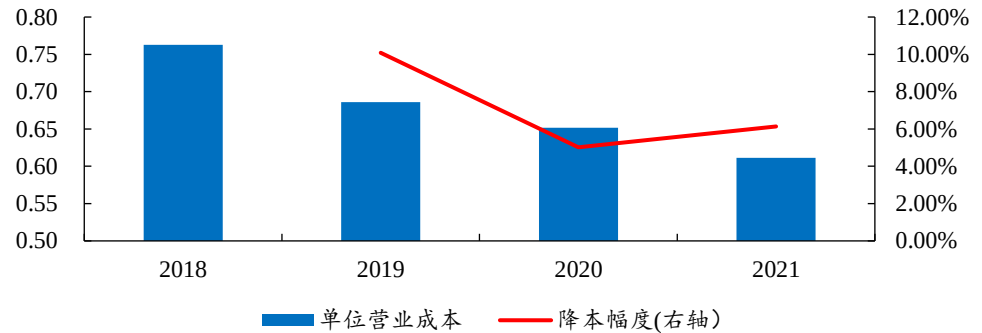
图10：在较低的期间费用率基础之上，公司研发投入在绝对水平与相对水平上均亮眼（单位：亿元）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.2、成本控制持续优化，供应链地位从上游购料与下游放量双向推动降本

公司动力电池业务的成本控制水平持续优化，其单位营业成本稳步下滑，即便在上游成本压力高企的 2021 年，公司单位营业成本仍实现降低。

图11：公司动力电池业务单位成本近年持续下降（单位：元/Wh）

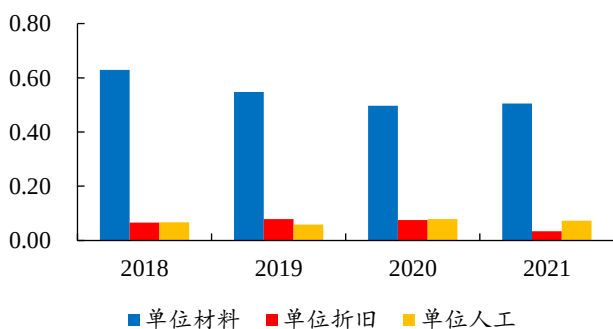


数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为结合单位营业成本的变化与进一步的拆解看，公司持续降本的动力主要源于其强势的供应链地位与优秀的生产工艺控制水平。(1)供应链地位方面，对上游锂电主材供应商话语权较大，通过掌握相关技术及工艺，以大批量长单采购的方式可锁定优质、相对低价的产能，充分享受上游产能扩张所带来的成本降低；对下游公司维持与优质海内外车企的深度合作关系，并持续开拓新客户，享受下游终端需求放量的弹性。(2)同时公司优秀的生产制造能力推进良品率持续提高。

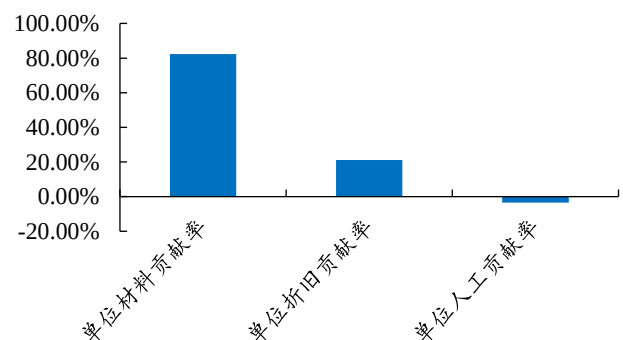
单位材料成本与单位折旧的降低构成了公司降本的主要动力。我们结合公司年度报告附注披露情况，从材料、设备折旧、人工三个方面拆解了近年公司单位营业成本的累计降低情况，其中，材料降本贡献最大，贡献率为 82.25%，应主要源于公司供应链地位强势，且材料成本占比较高（80%左右）；其次是折旧降本贡献，贡献率为 21.15%，应主要源于产销放量的规模效应；人工成本则存在一定波动，未形成稳定降本贡献。公司尽管单位折旧相对于可比企业仍处于较高水平，但我们通过查阅各公司年度报告/招股说明书发现，公司生产机器设备折旧率设置相对较高，或源于更谨慎的会计估计。

图12：近年公司单位材料&折旧成本整体呈下降趋势（单位：元/Wh）

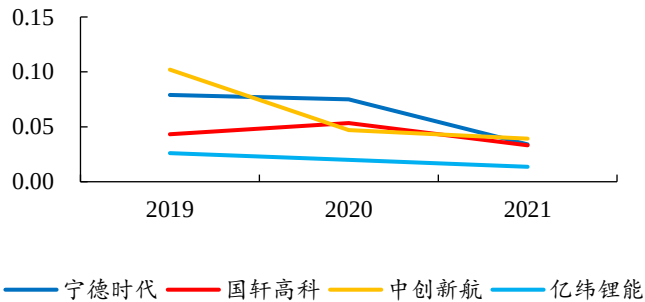


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

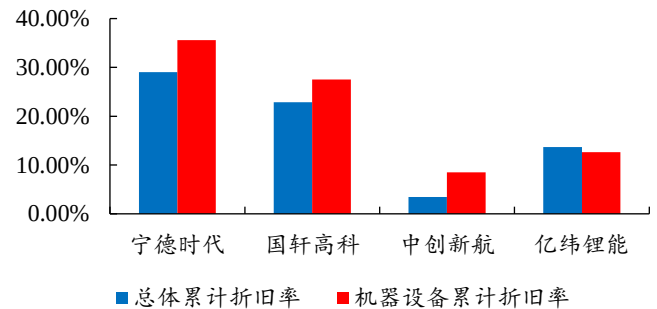
图13：单位材料和折旧成本降低为总体降本提供稳定支持



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图14：公司单位折旧纵向下行明显，但相对仍高于可比企业（单位：元/Wh）


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图15：公司总体及机器设备累计折旧率处于较高水平


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

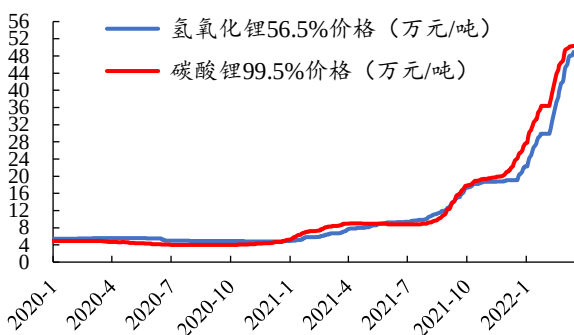
表1：宁德时代的生产机器设备折旧率设置相较于可比企业较为谨慎

类别	宁德时代	国轩高科	中创新航	亿纬锂能
房屋及建筑物	4.75%-5%	2.71-9.5%	(未明确披露)	3%
生产机器设备	9.5%-33%	6.33%-11.88%	10%	9%
电子设备	9.5%-33%	11.88%-31.67%	32%	18%
办公设备	10%-33%	11.88%-31.67%	19%-32%	18%
运输设备	9.5%-33%	11.88%-19%	24%	18%

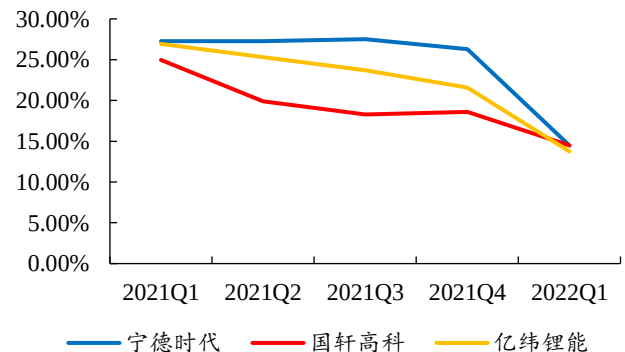
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、从财务数据看短期盈利压力：2021 下半年抓紧补充库存，盈利最困难时点或将过去

2021 年初开始的上游金属盐涨价潮持续发酵，其中锂盐、镍、钴价格从 2021 年初至今均翻倍增长，对于动力电池企业盈利水平平均形成短期压力。2022 年初锂盐价格再次高速上扬，因此，包括公司在内的动力电池企业 2022 年 Q1 的盈利均有不同程度的受损，毛利率均出现了不同程度的下跌。

图16：上游锂盐是 2021 年中以来成本压力最大的环节


数据来源：Wind、开源证券研究所

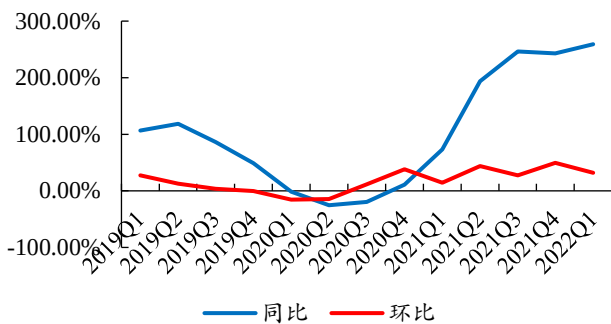
图17：动力电池企业 2022Q1 毛利水平平均有受损


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

公司 2021H2 为应对涨价潮和业务量高速增长而加大了补库力度。通过考察宁德时代近年应付&预付项目、购买商品现金流等方面的情况，从环比值看，我们认为公司应于 2021Q2 开始持续加大了购货力度，以维持库存需求，其中 Q3 是公司囤

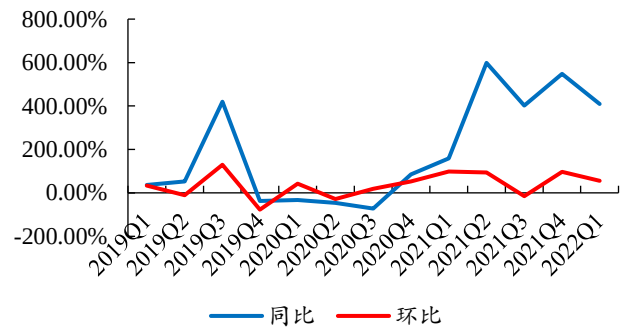
积库存力度最大的时候，同时上游议价能力处于较为强势的阶段，其应大量采取了付现购货的方式，应付、预付款项增速环比有所下降，而购买商品支付的现金环比上升；2021Q4、2022Q1 公司购买商品支付的现金环比增速下降并趋于平缓，应主要源于公司利用供应链议价能力通过赊购缓解现金流压力。同时，公司积极通过长单锁定、签署保供协议等方式锁定上游优质产能，以相对优惠的价格进行保供，2021 年底公司其他非流动资产余额为 205.75 亿元，同比+311.25%，其中 H2 新增预付长期贷款 45.22 亿元，新增采购保证金 59.91 亿元。总体而言，公司囤积库存的节奏较合理，存货项目环比增速有所上升，但相对稳定。

图18：上游成本压力及业务扩张下，公司应付账款项目同比高增，环比增速中枢 2021 年亦有提升



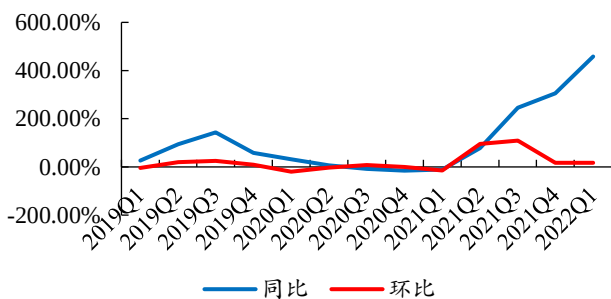
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：公司预付款项增速同样处于较高水平



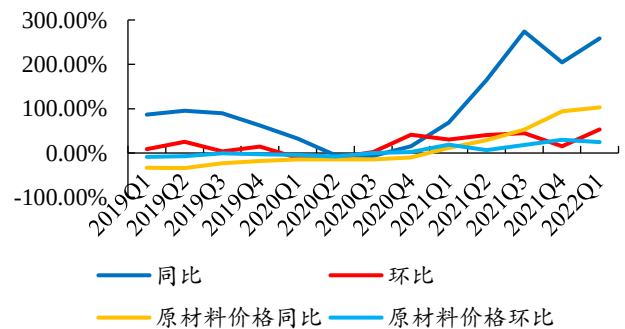
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：公司购买商品支付的现金 2021Q3 环比增速达到峰值



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司存货水平环比增速同样抬升，Q3 囤货力度较大，整体节奏较为稳定

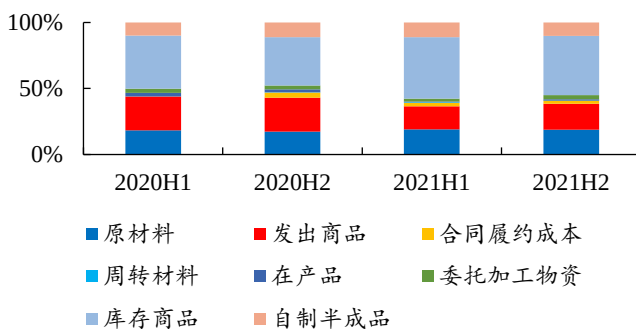


数据来源：公司公告、鑫锂锂电、开源证券研究所

我们认为公司 Q1 存货或将在 Q2 发出并确认成本，且动力电池上游原材料成本或已于 2022Q2 期初达到峰值。通常，公司在向客户发出存货后才确认损益，我们考察了公司公告附注披露的存货结构，可发现近年公司存货结构较为稳定，库存商品是主要部分，其次是发出商品，两者合计可占到 60~70%的份额；原材料近年在存货中稳定在 20%左右的占比；自制半成品占 10%左右；结合公司排产情况，我们认为公司当季存货基本可在下季度发出并确认损益，因此，我们结合公司当季存货水平以及下季度确认的营业成本，估算公司各季度存货周转水平，2021 年公司缩短了库存周期，但周转水平稳定在 3 个月左右，其中 2021 年 Q3 与 2022 年 Q1 公司的周转月数环比略有提高，应源于成本压力下公司存货计价水平有所提高。公司存货取得时采用实际成本计价，发出时采用加权平均法计价。我们结合一定的锂电主材单耗假设，以 5、6 系 NCM 三元电池为代表，估算了动力电池原材料成本的变化情况，发现 2022Q2 期初原材料成本或已达到峰值。

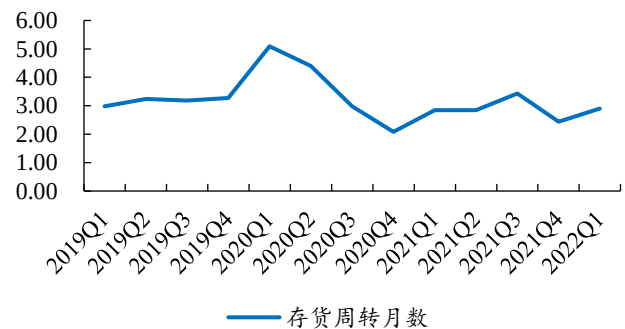
我们认为公司 Q2 盈利端仍有压力，但有望迎来拐点。若锂电主材价格回落的趋势持续，则公司 Q2 起购入的原材料计价水平相对将有所下降，由于发出存货采用加权平均法计价，且公司库存周转时间接近 3 个月，因此结合公司 Q1 存货余额情况及 Q1 原材料价格水平看，公司 Q2 盈利端或仍存一定压力。但在公司提价落地、原材料价格受益于上游产能释放而持续下降的背景下，公司有望在 2022Q2 迎来盈利拐点；通过提价降本的方式，公司盈利有望逐步修复，最困难的时点或已过去。

图22：公司库存结构近年保持稳定，库存和发出商品是主要部分



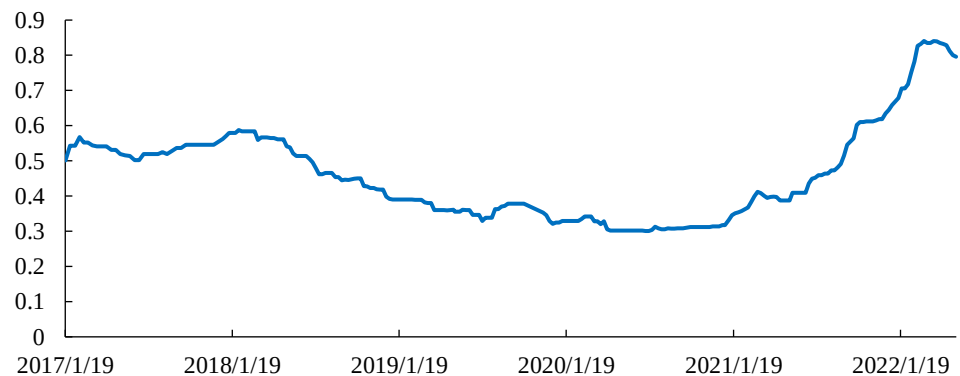
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：公司存货周转水平近一会计年度较为稳定，2021年维持在3个月左右的水平（单位：月数）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：我们测算动力电池原材料成本或已于 2022Q2 期初达到峰值，公司后续盈利有望迎来拐点持续修复（单位：元/Wh）



数据来源：鑫椏锂电、开源证券研究所

3、从长期资产负债项目看宁德时代边际动向：高速扩张、纵横并举加速布局产业链版图

3.1、横向拓展观察：聚焦三大子公司，进一步开拓广东地区

3.1.1、几大子公司增资额可观，兼顾合资公司

公司以宁德、四川、江苏三大核心基地为抓手进行产能扩建，通过增资夯实子公司资本，兼顾部分合资公司。从长期股权投资看，公司 2021 年底长期股权投资余额为 109.49 亿元，同比+127.49%；其中对子公司增资额高达 60.62 亿元，主要聚焦于宁德、江苏、四川三大子公司，同时有部分对合资公司的增资。四川时代、

福鼎时代、宁德蕉城时代增资均为十亿级别，通过夯实主要子公司资本从而加强横向拓展力度，抢占市场空间；广东瑞庆时代为 2021 年新设，负责在广东肇庆的动力&储能电池项目建设，作为公司进一步拓展至广东地区生产的重要基地；与上汽、广汽的合资公司投入力度增大表明公司加深与车企的合作，增强客户粘性。

表2：公司 2021 年聚焦于三大子公司进行增资，并加大对合资公司的投入力度

子公司	2021 年增资金额（亿元）
四川时代新能源科技有限公司	12.81
时代上汽动力电池有限公司	2.55
龙岩思康新材料有限公司	10.00
江苏时代新能源科技有限公司	0.16
时代广汽动力电池有限公司	5.10
福鼎时代新能源科技有限公司	10.00
宁德蕉城时代新能源科技有限公司	10.00
广东瑞庆时代新能源科技有限公司	10.00

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、重大在建工程主要集中于三大基地，高速扩产进程如火如荼

公司着力于三大基地进行产能建设，我们认为宁德湖西基地建设或已进入尾声，四川、江苏、宁德及欧洲项目仍在高速建设中。2021 年底公司固定资产余额为 412.75 亿元，同比+110.35%；在建工程为 309.98 亿元，同比+439.10%。公司 2021 年固定资产增加额主要源于在建工程转入，其占比为 93.29%，侧面反映公司近年扩产主要集中在几大基地建设项目之中。我们对比了公司 2020 年底的在建工程情况，其中湖西动力电池生产基地项目（及相应扩建项目，主要融资来源为公司 2018 年首次公开发行募资、2020 年非公开发行募资）未出现在 2021 年重要在建工程项目披露之中，我们结合公司 2020 年披露的投入进度以及 2021 年披露的定增资金使用情况进行了简单测算，2021 年仅考虑定增资金投入，其总体建设进度就已过半。

表3：2021 年湖西基地及扩建项目仅考虑定增募资运用，其投入进度也已过半

项目名称	预算数（亿元）	2020 年累计投入（亿元）	2021 年使用募资资金投入（亿元）	占预算比例
宁德时代湖西锂离子动力电池生产基地项目	98.60	45.90	2.34	48.92%
宁德时代湖西锂离子电池扩建项目	56.18	22.63	25.83	86.28%
合计	154.78	68.53	28.18	62.48%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

四川项目、江苏项目及欧洲项目延续 2020 年的建设，其中公司 2021 年新增了四川宜宾基地 5-10 期项目、江苏基地 4 期项目、福鼎及蕉城时代项目的扩建规划。从累计投入预算占比看，江苏时代项目建设已经过半；同时 2021 年公司新建设两个项目，均位于宁德，合计涉及 200+GWh，且主要项目总体建设进度仍未过半，公司仍处在高速扩产进程之中。其余工程项目余额为 87.26 亿元，应为部分子公司（包含合资公司）的项目。

公司 2021 年的横向扩展总体上仍处于快车道，拿地、订购设备力度显著提升，“其

他非流动资产”项目也可印证这一现象。我们整理了近年公司“其他非流动资产”的附注，2021H2 公司预付土地出让金余额为 11.31 亿元，环比+10.75 亿元，预付设备工程款余额 89.32 亿元，同比+79.96%，扩产加速。

表4：公司在建工程中，三大基地项目及欧洲项目是主要组成部分

项目	期末账面余额（亿元）
四川时代动力电池项目	71.06
福鼎时代锂离子电池生产基地	56.34
江苏时代溧阳园区项目	56.20
欧洲生产研发基地项目	26.31
蕉城时代锂离子动力电池生产基地项目	22.81
其他工程	87.26
合计	310.00

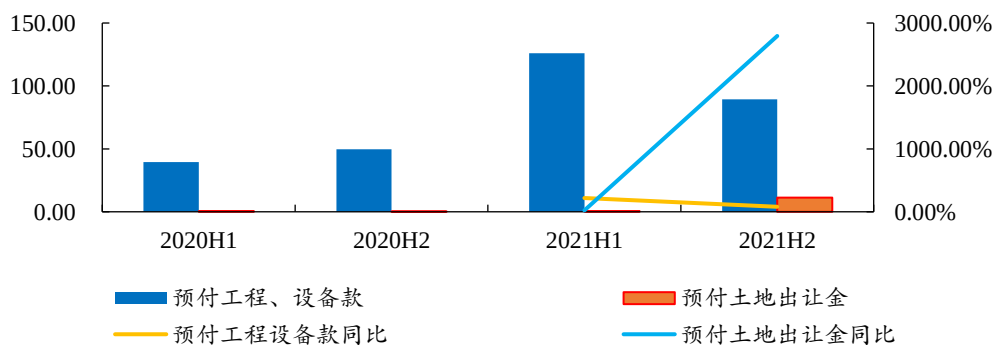
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：公司主要在建项目已新规划 200+GWh 产能，总体进度仍未过半，建设仍在快车道（单位：亿元）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	期末余额	工程累计投入占预算比例	附注
四川时代动力电池项目	320.00	6.00	119.50	54.43	71.06	39.37%	2021 年新规划宜宾制造基地 5-10 期项目，若以 3~4 亿元/GWh 计算，对应产能为 80~100GWh
福鼎时代锂离子电池生产基地	210.05		56.69	0.35	56.34	26.99%	新增产能约 60GWh
江苏时代溧阳园区项目	236.50	7.92	71.12	32.84	46.20	63.42%	四期新增产能约 30GWh
欧洲生产研发基地项目	129.95	8.00	19.94	1.63	26.31	30.29%	德国图林根基地
蕉城时代锂离子动力电池生产基地项目	90.00		26.06	3.24	22.81	28.97%	新增产能约 15GWh 及 Pack 生产线
合计	986.45	21.91	293.30	92.50	222.72		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图25：公司 2021 年预付工程设备款及土地出让金均明显提升（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.3、定增稳步落地助力高速扩产，财务状况稳健

公司 2022 年定增项目落地将进一步缓解公司扩产资金压力。2022 年 4 月公司发布公告，最新定增项目获批，450 亿元募资额有望稳步落地，募资扩产项目中除福

鼎、蕉城与江苏基地外，还包括广东瑞庆项目，拟使用募资金额 117 亿元，基本覆盖项目投资金额，同时大幅缓解宁德、江苏公司扩产的资金压力，考虑募资金额到位以及 2021 年新增长期借款，我们测算公司 2021 年新增主要在建工程项目的资金预算缺口为 300 亿元左右，基本可以在未来 1~2 年通过增加长期债务融资&股权再融资的方式覆盖，资金压力仍在可控范围之内，财务状况稳健。

公司长期负债的结构同样在一定程度上反映了银行系统对公司未来偿债能力的认可。公司长期借款近年增速同样处于较高水平，应源于扩产进程持续推进之下的配套融资。通过拆解公司近年长期借款结构可发现，2021H2 公司长期借款结构中信用借款占比显著提升，在一定程度上体现银行机构对于公司偿债能力的认可。

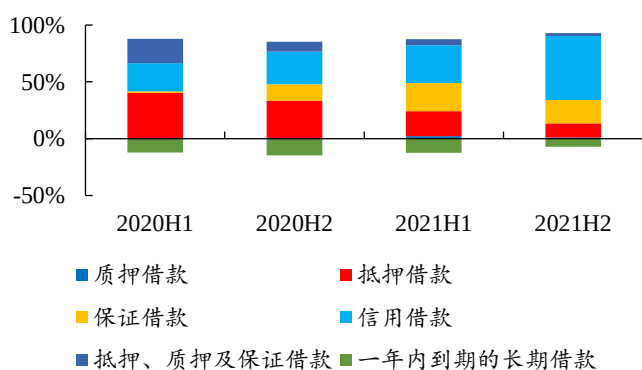
除公司内源融资以及股权&债务融资外，政府补助也构成公司重要的资金来源补充。2021 年底公司递延收益余额为 120.99 亿元，同比+208.73%，其中四川省项目新增补助 60.68 亿元，江苏省项目新增补助 12.03 亿元，均为与资产相关的政府补助，为对应项目提供了有力的资金补充；而 2020 年子公司时代吉利收到产业扶持资金 20.00 亿元，时代上汽收到补助款 1.74 亿元，合资、自建项目近年均有可观的补助金额。我们认为在地方政府政策的大力支持下，公司资金压力将进一步减小。

表6：公司最新定增项目落地后，主要新增项目融资缺口预计缩减至 300 亿元左右（单位：亿元）

	预算额	已投入额	定增拟投资额	缺口
四川时代项目	320.00	125.98		194.02
福鼎时代项目	210.06	56.69	152.00	1.37
江苏时代项目	236.50	150.00	65.00	21.51
蕉城时代项目	73.20	26.06	46.00	1.14
欧洲基地项目	129.95	39.36		90.59
广东瑞庆时代项目	120.00		117.00	3.00
合计	1089.71	358.72	380.00	311.63

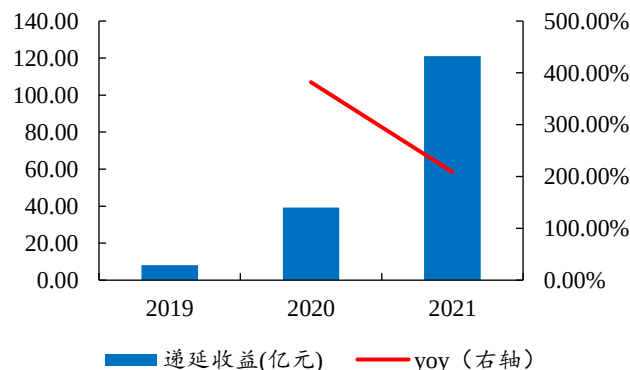
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2021 年公司长期借款中信用借款占比增加显著



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：政府补助对应的递延收益近年增长迅猛



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、纵向拓展：上游一体化布局保供降本，下游深化合作并布局 CTC

在纵向拓展方面，公司通过参股、合资等方式持续介入上游成本占比最高的锂盐、正极环节，同时深化与下游车企的合作，并布局 CTC 技术。我们梳理了公司近年

“长期股权投资”以及“其他权益工具投资”项目，公司近年在上游锂盐、锂电设备的布局力度明显，近年势头迅猛的磷酸铁锂正极亦有布局，应与公司着力于储能业务拓展、LFP 电池车型占比提高有关；下游则通过合营方式发力 CTC，并通过参股整车&汽零企业的方式，深化相关合作力度，打造产业链生态。

公司在锂资源保供方面进行持续努力。一方面聚焦于旗下合资公司天宜锂业拓展锂资源产能，并深化与合作方天华超净的合作；另一方面大举布局海外优质锂矿，2021 年对 Pilbara Minerals Limited 增资 31.38 亿元，力度可观，旨在实现锂盐自供率持续提升，提高产业链安全性、稳定性，并推动降本增效。

在锂电主材的布局方面，公司生态链已经充分覆盖 LFP、负极、电解液等主材环节。在储能业务前景可期的大背景下，公司贯彻将储能业务做大做强的战略，加快 LFP 正极布局，抢占成本占比最高的环节，通过联营、持股等方式深化与 2021 年国内 LFP 正极 TOP2 企业湖南裕能、德方纳米的联结，并通过保供协议等方式增大合作力度；此外，公司还覆盖动力负极、电解液等主材环节，通过持股的方式深化与负极龙头凯金新能源的合作，并对于子公司龙岩思康进一步增资 10 亿元。

为确保扩产配套设备的供应，公司还斥资 25 亿元参与锂电设备龙头先导智能 2021 年的定向增发（一对一非公开发行），体现公司扩产决心，为公司高速扩产进程提供进一步保障。

下游公司通过控股方式，设立苏州新安，专注于 CTC 技术以及储能领域研发，为 CTC 研发应用进程助力，提高运营效率；同时公司通过参股重庆小康、北汽蓝谷等方式深化与整车&汽零企业合作，进一步完善产业链生态。

在进行直接参股&增资的同时，公司充分发挥资本运作方面的人才优势，2021 年持续加大资本运作布局。2021 年公司斥资参与设立福建时代闽东新能源、苏州天华时代新能源两家产业投资有限公司，为后续产业链上下游布局进一步奠定基础。

整体来看，公司上游持续发力布局成本占比高的锂盐、正极环节，并通过参股、控股方式覆盖负极、电解液等其他环节，持续推进保障供应链安全，并推进降本增效，同时积极布局锂电设备环节，为高速扩产奠定良好基础；下游则专注于电池技术前沿，并通过参股方式深化与下游车企合作关系，打造电池全生命周期产业链，拓展商业版图纵深，未来发展空间仍然值得期待。

表7：公司近年纵向扩展力度显著，涵盖上游高价值环节与下游新技术环节，助力扩产放量

产业链位置	产业链环节	公司名称	本期增资额 (亿元)	备注
上游	锂盐	宜宾市天宜锂业科创有限公司	0.89	宁德时代与苏州天华超净的合资公司，成立于2018年，主营电池级LiOH产品，已规划建设16万吨LiOH年产能
	锂盐	苏州天华超净科技股份有限公司	3.94	起步于防静电超净技术产品，2018年与宁德时代合资设立天宜锂业进入锂电行业，并于2019年签订5年期合作协议，优先保供宁德时代锂盐产品，2021年公司参与定增
	锂盐	Pilbara Minerals Limited	31.38	位于澳大利亚的锂资源巨头，与宁德时代、天宜锂业（宁德时代控股）、赣锋锂业、长城汽车均有合作
	磷酸铁锂正极	湖南裕能新能源电池材料股份有限公司	16.21	公司主营磷酸盐系产品，2021年LFP正极出货量全国第一，并于当年5月与宁德时代签订保供协议
	磷酸铁锂正极	曲靖市麟铁科技有限公司	3.60	公司与德方纳米的联营企业，主营纳米磷酸铁锂正极，2020年开始增资
	人造石墨负极	广东凯金新能源科技股份有限公司		国内动力负极龙头之一，2020年增资1.5亿元
	电解液	龙岩思康新材料有限公司	10.00	2019年成为公司控股子公司，下设全资子公司时代思康主营含氟锂电添加剂及相关新材料
	锂电设备	无锡先导智能装备股份有限公司	25.00	国内领先的锂电智能设备制造商，宁德时代锂电设备主要供应商，2021年宁德时代通过战略协议方式参与定增并成为第三大股东
	CTC技术	苏州时代新安能源科技有限公司	6.75	公司聚焦新能源与工业自动化领域，聚焦CTC一体化电动底盘等产品的研发、生产和销售
	SiC	北京天科合达半导体股份有限公司	4.00	专业从事第三代SiC研发、生产、销售
中下游		重庆小康工业集团股份有限公司	16.20	主营汽车整车&汽零，2021年9月与宁德时代签订产能保证框架协议，子公司小康新能源将于2022~2026期间采购动力电池
	整车&汽零	北汽蓝谷新能源科技股份有限公司	5.44	主营纯电新能源车与核心零部件的研发、生产及销售，公司2020年开始增资，2021年参与定增，在CTP、换电领域均有合作
		合众新能源汽车有限公司	5.5	旗下品牌哪吒汽车为近年增长势头较为迅猛的造车新势力，2021年11月公司参与其D2轮融资，并在技术研发和供应链保障领域开展全面合作
	产业投资	福建时代闽东新能源产业股权投资合伙企业（有限合伙）	3.29	2021年2月设立，宁德时代合计认缴21.96%，主要配合公司进一步完善产业上下游布局
		苏州天华时代新能源产业投资有限责任公司	4.00	2021年8月设立，宁德时代10月增资占股权比例25%，主要从事产业投资活动

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

我们预计宁德时代 2023 年的归母净利润有望达 399 亿元。对应盈利预测的核心假设：（1）动力电池出货量：2022-2024 年分别为 211.33/310.15/451.45GWh；

（2）动力电池销售均价：2022-2024 年分别为 0.95/0.87/0.83 元/Wh；（3）动力电池毛利率 2022-2024 年稳步提升，主要是基于公司碳酸锂等上游原材料布局日趋完善，材料端降本幅度高于产品降价的幅度；（4）储能电池出货量：2022-2024 年分别为 40/60/80GWh；（5）储能电池均价：2022-2024 年分别为 0.96/0.90/0.86 元/Wh；（6）储能电池毛利率稳中有降，2022 年至 2024 年从 40%+降至 30%+。

表8：预计 2022-2023 年宁德时代归母净利润有望达 258 亿/399 亿元

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
动力电池						
营收（亿元）	385.84	393.36	914.13	2,017.78	2,708.78	3,760.21
产能（GWh）	47.26	51.71	145.60	242.24	324.59	370.04
出货量（GWh）	40.25	44.45	116.71	211.33	310.15	451.45
装机量（GWh）	32.91	31.90	96.70	176.11	258.46	376.21
销售均价（元/Wh）	0.96	0.88	0.78	0.95	0.87	0.83
营业成本（亿元）	276.05	217.22	670.40	1,643.87	2,134.08	2,847.04
单位成本（元/Wh）	0.69	0.49	0.57	0.78	0.69	0.63
单位原材料成本（元/Wh）	0.63	0.45	0.54	0.75	0.66	0.61
毛利率	0.72	0.55	0.73	0.81	0.79	0.76
储能电池						
营业收入（亿元）	6.10	19.12	136.27	384.00	540.00	688.00
出货量（GWh）	0.71	2.39	16.70	40.00	60.00	80.00
单价（元/Wh）	0.86	0.80	0.82	0.96	0.90	0.86
毛利润（亿元）	2.31	6.90	57.78	160.00	222.00	264.00
毛利率	37.87%	36.06%	42.40%	41.67%	41.11%	38.37%
锂电材料						
营业收入（亿元）	43.05	34.29	154.63	257.90	336.88	465.51
毛利润（亿元）	10.50	7.01	41.11	97.90	116.88	145.51
毛利率	24.39%	20.45%	26.59%	37.96%	34.69%	31.26%
其他						
营业收入（亿元）	22.89	55.21	98.00	30.00	35.00	36.00
毛利润（亿元）	10.45	20.98	75.00	10.00	15.00	16.00
毛利率	45.65%	38.00%	76.53%	33.33%	42.86%	44.44%
整体						
营业收入（亿元）	457.88	501.99	1,303.03	2,689.68	3,620.66	4,949.72
YOY	54.63%	9.63%	159.58%	106.42%	34.61%	36.71%
毛利润（亿元）	133.05	211.03	417.62	641.81	928.59	1,338.67
毛利率	29.06%	42.04%	32.05%	23.80%	25.30%	26.80%
归母净利润（亿元）	45.60	55.83	159.31	258.22	398.50	589.70
YOY		22.43%	185.34%	62.08%	54.32%	47.98%
净利率	9.96%	11.12%	12.23%	9.60%	11.01%	11.91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

核心盈利预测结论：(1) 营业收入：2022-2024 年分别为 2689.68/3620.66/4949.72 亿元；(2) 毛利率：2022-2024 年分别为 23.8%/25.3%/26.8%；(3) 归母净利润：2022-2024 年分别为 258.22/398.50/589.70 亿元。

整体上，我们认为在国内电池厂竞争加剧的背景下，宁德时代仍然有望维持住在国内的市占率，同时提升在全球的市占率。宁德时代的核心是技术领先和成本领先。(1) 技术领先是基于材料体系创新（锰铁锂、钠离子电池、硅基负极、PET 铜箔等）、系统结构创新（CTP 技术、下一代 CTC 技术）、极限制造创新（提升生产效率，保障全生命周期可靠性，降低电芯安全失效率）。(2) 成本领先是基于公司的上游投资、产业链布局、规模化采购和制造。目前看宁德时代仍牢牢掌握这两条核心优势，且伴随新一轮新技术和上游布局落地，其领先优势或更加明显。我们预计宁德时代在未来将以更“公道”的价格售卖更多的电池，依旧是诸多车企的第一选择。我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润有望达到 258.22/398.50/589.70 亿元，EPS 分别为 11.08/17.10/25.30 元/股，当前股价对应市盈率分别为 41.0/26.6/17.9 倍，维持“买入”评级。

表9：和业内其他龙头公司相比，宁德时代的估值适中具备配备价值

	评级	收盘价/元	总市值/亿元	归母净利润/亿元			P/E		
		2022/6/10	2022/6/10	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
比亚迪	买入	348.80	9,283.91	96.19	139.44	183.66	96.52	66.58	50.55
璞泰来	买入	70.77	984.34	29.51	40.69	54.42	33.36	24.19	18.09
恩捷股份	买入	231.10	2,062.36	52.86	71.98	92.74	39.02	28.65	22.24
容百科技*	未评级	104.83	469.68	20.02	30.13	40.01	23.46	15.59	11.74
当升科技	买入	79.61	403.23	15.45	20.09	27.42	26.10	20.07	14.71
平均值							43.69	31.02	23.46
宁德时代	买入	454.00	10,582.06	258.22	398.50	589.70	40.98	26.55	17.94

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：标*公司尚未覆盖，盈利预测采用 Wind 一致预测）

5、风险提示

公司产品需求不及预期、技术创新不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	112865	177735	245517	264528	415032
现金	68424	89072	68964	96013	125883
应收票据及应收账款	21171	25217	70359	58485	117654
其他应收款	3304	3115	10110	7718	16655
预付账款	997	6466	8911	11819	16521
存货	13225	40200	73508	76828	124655
其他流动资产	5744	13665	13665	13665	13665
非流动资产	43753	129932	195988	230701	277797
长期投资	4813	10949	17224	23535	29892
固定资产	19622	41275	92581	118910	153096
无形资产	2518	4480	4988	5455	6041
其他非流动资产	16801	73228	81194	82802	88768
资产总计	156618	307667	441504	495229	692829
流动负债	54977	149345	247562	261170	395115
短期借款	6335	12123	12123	12123	12123
应付票据及应付账款	31271	107190	187509	202121	320068
其他流动负债	17371	30032	47929	46926	62924
非流动负债	32447	65700	72812	69201	67801
长期借款	20450	37974	45086	41476	40075
其他非流动负债	11996	27726	27726	27726	27726
负债合计	87424	215045	320373	330372	462915
少数股东权益	4987	8109	10795	14952	21178
股本	2329	2331	2331	2331	2331
资本公积	41662	43164	43164	43164	43164
留存收益	19799	35254	62335	105240	167987
归属母公司股东权益	64207	84513	110336	149906	208736
负债和股东权益	156618	307667	441504	495229	692829

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	18430	42908	40845	82022	101522
净利润	6104	17861	28509	44006	65196
折旧摊销	4868	6347	11396	19429	27373
财务费用	-713	-641	-1390	-746	-902
投资损失	118	-1233	-305	-335	-439
营运资金变动	5930	17183	2604	19731	10364
其他经营现金流	2123	3392	31	-63	-71
投资活动现金流	-15052	-53781	-77177	-53744	-73959
资本支出	13302	43768	59781	28403	40739
长期投资	-4044	-11154	-6275	-6414	-6357
其他投资现金流	-5794	-21167	-23671	-31755	-39578
筹资活动现金流	37431	23659	16225	-1229	2308
短期借款	4209	5788	0	0	0
长期借款	13962	17524	7112	-3610	-1401
普通股增加	121	1	0	0	0
资本公积增加	20032	1502	0	0	0
其他筹资现金流	-892	-1156	9113	2382	3708
现金净增加额	40232	12074	-20108	27049	29870

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	50319	130356	268580	362066	494972
营业成本	36349	96094	204525	270408	362404
营业税金及附加	295	487	1432	1557	2029
营业费用	2217	4368	11683	15315	20789
管理费用	1768	3369	9140	11840	16087
研发费用	3569	7691	14235	21724	29698
财务费用	-713	-641	-1390	-746	-902
资产减值损失	-827	-2034	-2045	-6426	-7104
其他收益	1136	1673	991	1112	1228
公允价值变动收益	287	0	0	79	91
投资净收益	-118	1233	305	335	439
资产处置收益	-10	-23	-31	-16	-20
营业利润	6959	19824	32265	49905	73709
营业外收入	94	183	101	110	122
营业外支出	71	120	69	80	85
利润总额	6983	19887	32296	49934	73746
所得税	879	2026	3788	5928	8549
净利润	6104	17861	28509	44006	65196
少数股东损益	521	1929	2686	4156	6226
归母净利润	5583	15931	25822	39850	58970
EBITDA	11531	26803	43427	69051	99871
EPS(元)	2.40	6.83	11.08	17.10	25.30

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.9	159.1	106.04	34.81	36.71
营业利润(%)	20.8	184.8	62.8	54.7	47.7
归属于母公司净利润(%)	22.4	185.3	62.08	54.32	47.98
获利能力					
毛利率(%)	27.8	26.3	23.8	25.3	26.8
净利率(%)	11.1	12.2	9.6	11.0	11.9
ROE(%)	8.8	19.3	23.5	26.7	28.4
ROIC(%)	6.0	11.9	14.5	18.7	21.8
偿债能力					
资产负债率(%)	55.8	69.9	72.6	66.7	66.8
净负债比率(%)	-50.8	-20.2	13.4	-7.6	-17.8
流动比率	2.1	1.2	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.7	0.8	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.6	5.6	5.6	5.6	5.6
应付账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.40	6.83	11.08	17.10	25.30
每股经营现金流(最新摊薄)	7.91	18.41	17.52	35.19	43.56
每股净资产(最新摊薄)	27.55	36.26	47.34	64.31	89.55
估值比率					
P/E	189.53	66.42	40.98	26.55	17.94
P/B	16.5	12.5	9.6	7.1	5.1
EV/EBITDA	88.9	39.0	25.0	15.3	10.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn