

宁德时代

内外兼修，剑指全球

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖宁德时代公司（300750）给予推荐评级，目标价 85.21 元，对应 18/19e 50x/42x P/E。理由如下：

- ▶ **电动浪潮来袭，紧握核心龙头：**国际一线车企加紧在华布局，全产业链产能向中国转移趋势确定，当前时点补贴退坡叠加市场全面开放推动行业洗牌加快，公司通过与国内优质车企合资锁定 40% 以上份额，拓展海外车企切入全球核心供应体系，将脱颖而出引领成长。
- ▶ **国际竞争比肩同行，战略得当精准破局：**结合发展战略，从技术水平、核心客户、成本控制及产能规划等多个维度与松下、三星、LG 横向对比，宁德时代竞争优势主要在客户拓展策略和较强的成本管控，预计 2020 年实现全球 24% 份额。
- ▶ **构筑闭环体系，控本能力卓越：**率先打造完成涵盖核心材料+设备+电池回收的供应链生态圈，深度纵向布局确保成本优势及产品稳定性。强大的市场地位带来低于市场平均 10%-20% 的材料采购成本，行业洗牌背景下盈利能力大幅领先同行。

我们与市场的最大不同？1、市场认为三星 LG 松下未来会大幅冲击国内电池行业格局，我们认为产业链竞争全球化背景下，进入龙头车企核心供应体系的国内电池厂商已具备应对竞争实力，将与外资厂商共享全球市场。2、市场担忧价格下降导致公司利润受挤压，我们认为公司的成本优势及份额提升将大幅对冲价格压力，扣非利润维持较快增长。

潜在催化剂：市场中高端化结构转型提速，德系三强放量时点超预期，合资及战略合作推进加快，原料成本下降超预期。

盈利预测与估值

我们预计公司 18~20 年 EPS 分别为 1.71 元、2.04 元、2.46 元，CAGR 为 20.1%。公司当前股价为 70.76 元，对应 18/19e 41/35x P/E。公司 17A-25E 8 年的扣非净利润复合增速可达 25.3%。考虑到公司的全球龙头优势及中长期持续成长性，我们给予宁德时代 2021E 27x P/E，对应 18/19E 50/42x P/E 与 85.21 元目标价，对比当前股价有 20.4% 的上涨空间，首次覆盖给予推荐评级。

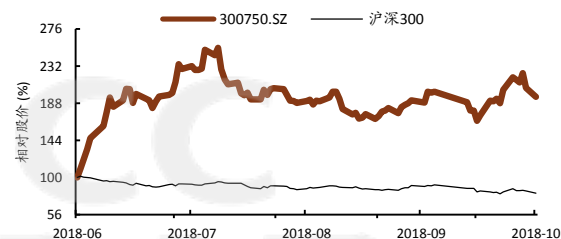
风险

新能源车销售不及预期，中国市场份额不及预期，动力电池价格大幅高于原料价格下降幅度。

首次覆盖推荐

股票代码 300750.SZ
 评级 * 推荐
 最新收盘价 人民币 70.76
 目标价 人民币 85.21

52 周最高价/最低价 人民币 95.08~30.17
 总市值(亿) 人民币 1,553
 30 日均成交额(百万) 人民币 932.85
 发行股数(百万) 2,195
 其中：自由流通股(%) 10
 30 日均成交量(百万股) 13.07
 主营行业 电气设备



(人民币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	14,879	19,997	27,872	37,548
增速	N.M.	34.4%	39.4%	34.7%
归属母公司净利润	2,852	3,878	3,743	4,486
增速	N.M.	36.0%	-3.5%	19.8%
每股净利润	1.30	1.77	1.71	2.04
每股净资产	7.06	11.25	15.69	17.74
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.96	1.07	2.87	4.07
市盈率	54.5	40.1	41.5	34.6
市净率	10.0	6.3	4.5	4.0
EV/EBITDA	35.3	30.8	21.4	17.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	20.0%	9.9%	6.4%	5.9%
平均净资产收益率	36.8%	19.3%	12.7%	12.2%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

曾轶

分析师

tao.zeng@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080518040001

刘俊

分析师

jun3.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080518010001

SFC CE Ref: AVM464

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
利润表					成长能力				
营业收入	14,879	19,997	27,872	37,548	营业收入	N.M.	34.4%	39.4%	34.7%
营业成本	8,377	12,740	18,936	26,404	营业利润	N.M.	50.4%	2.1%	21.1%
营业税金及附加	109	96	134	180	EBITDA	N.M.	9.0%	47.0%	27.8%
营业费用	632	796	1,115	1,502	净利润	N.M.	36.0%	-3.5%	19.8%
管理费用	2,152	2,956	3,205	3,755	盈利能力				
财务费用	80	42	62	183	毛利率	43.0%	35.8%	31.6%	29.2%
其他	0	444	400	350	营业利润率	21.6%	24.2%	17.7%	15.9%
营业利润	3,212	4,832	4,931	5,974	EBITDA 利润率	29.5%	24.0%	25.3%	24.0%
营业外收支	264	1,360	310	310	净利率	19.2%	19.4%	13.4%	11.9%
利润总额	3,400	4,848	4,941	5,984	偿债能力				
所得税	482	654	667	808	流动比率	2.14	1.85	1.62	1.28
少数股东损益	67	316	531	690	速动比率	2.00	1.66	1.40	1.05
归属母公司净利润	2,852	3,878	3,743	4,486	现金比率	0.24	0.79	0.49	0.19
EBITDA	4,393	4,790	7,043	9,002	资产负债率	44.8%	46.7%	45.8%	50.0%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,457	14,081	11,843	6,350	回报率分析				
应收账款及票据	7,886	12,377	18,269	24,611	总资产收益率	20.0%	9.9%	6.4%	5.9%
预付款项	101	306	455	634	净资产收益率	36.8%	19.3%	12.7%	12.2%
存货	1,360	3,418	5,350	7,460	每股指标				
其他流动资产	9,957	2,852	2,908	2,977	每股净利润 (元)	1.30	1.77	1.71	2.04
流动资产合计	21,761	33,033	38,824	42,031	每股净资产 (元)	7.06	11.25	15.69	17.74
固定资产及在建工程	4,954	11,194	23,598	36,597	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	1,295	2,174	2,021	1,893	每股经营现金流 (元)	0.96	1.07	2.87	4.07
长期资产	6,827	16,630	28,914	41,785	估值分析				
资产合计	28,588	49,663	67,738	83,816	市盈率	54.5	40.1	41.5	34.6
短期借款	1,467	2,610	1,227	1,227	市净率	10.0	6.3	4.5	4.0
应付账款及票据	7,567	13,791	20,523	28,654	EV/EBITDA	35.3	30.8	21.4	17.7
其他流动负债	1,148	1,489	2,187	3,030	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动负债合计	10,183	17,890	23,937	32,911					
长期借款和应付债券	302	2,129	3,883	5,812					
非流动负债合计	2,586	5,233	6,986	8,915					
负债合计	12,769	23,123	30,923	41,826					
股东权益合计	15,819	26,540	36,815	41,990					
少数股东权益	302	1,770	2,301	2,991					
负债及股东权益合计	28,588	49,663	67,738	83,816					
现金流量表									
净利润	2,852	3,878	3,743	4,486					
折旧和摊销	784	1,381	2,560	3,294					
营运资本变动	-413	-214	-738	122					
其他	-1,114	-2,705	733	1,024					
经营活动现金流	2,109	2,341	6,298	8,926					
资本开支	-2,801	-7,180	-14,812	-16,165					
其他	-9,628	-456	-32	0					
投资活动现金流	-12,428	-7,636	-14,844	-16,165					
股权融资	11,124	5,010	6,000	0					
银行借款	-130	2,970	370	1,929					
其他	-23	953	-62	-183					
筹资活动现金流	10,971	8,933	6,308	1,746					
汇率变动对现金的影响	-2	-14	0	0					
现金净增加额	650	3,624	-2,238	-5,493					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

宁德时代是全球领先的动力电池系统提供商，成立于 2011 年末，是中国最早进入宝马供应体系的电池企业。核心竞争优势在于扎实的研发，高产品品质及低成本。宁德时代 2017 年动力锂电销售量跃居全球之首，2018H1 中国装机市场份额已超 40%。当前加速导入国际供应体系，有望稳定位居全球动力锂电龙头。其它主营业务包括锂电回收及储能，受益于 2020 年后锂电退役潮的到来。

目录

投资概要	5
宁德时代核心竞争优势	5
供应全球高成长，享受中长期估值溢价	6
1、根植中国底蕴深厚，拓展全球加速发展	9
1.1 行业需求高成长，核心体系占鳌头	9
1.2 客户拓展战略清晰，内外兼修构筑壁垒	10
2、全球格局重塑，把握核心供应	13
2.1 合资锁定份额，拓展全球车企	13
2.2 战略得当，精准破局	14
3、构筑优质供应商生态体系，控本实力强劲	17
3.1 钴原料闭环供应，四大材料打造优质供应网络	17
3.2 高供应链议价能力、规模效应、技术进步协同降本	19
4、产能规划合理，资本开支可控	21
4.1 行业产能结构性分化，优质产能紧俏	21
4.2 公司规划合理，规模全球领先，现金流健康	21
5、全球市场开启，业绩成长可期	24
风险提示	28

图表

图表 1: 全球最具竞争力的五大动力锂电企业全面对比	6
图表 2: 股权结构示意图（2018.05.29 招股说明书披露）	6
图表 3: A 股电动汽车产业链环节可比公司估值情况	7
图表 4: 基于宁德时代的高成长性与业绩确定性，给予 21E 27x P/E，对应 18E 50x P/E，目标价 85.21 元	7
图表 5: 宁德时代基于 2019E 的 DCF 估值情况	8
图表 6: 全球动力电池需求至 2020 年可超 230GWh，带动 2300 亿元市场空间	9
图表 7: 新能源车产业链全球核心供应体系形成与完善	10
图表 8: 宁德时代发展历程及其各阶段核心战略导向	10
图表 9: 2017 年宁德时代精准把握市场转型乘用车	11
图表 10: 2017 三元装机大幅提升，竞争对手储备滞后明显	11
图表 11: 宁德时代 18H1 装机占据国内市场主流份额	11
图表 12: 宁德时代四大材料及锂电设备供应链环节掌控力解读	12
图表 13: 宁德时代重要合作客户及国际客户拓张时间表	13
图表 14: 全球四大动力锂电企业国际供应关系情况	14
图表 15: 全球动力锂电巨头发展历程	15
图表 16: 电池业务板块营业利润率对比	15
图表 17: 全球锂电巨头研发投入占营收比重	15
图表 18: 全球最具竞争力的五大动力锂电企业全面对比	15
图表 19: 预期 2020E 宁德时代全球份额将达到 24%	16
图表 20: 宁德时代重要国际客户调规划	16
图表 21: 2025E 宁德时代国际市场装机份额预期	16
图表 22: 宁德时代对供应产业链强掌控力	17
图表 23: 宁德时代通过回收布局及格林美-嘉能可的合作稳定三元正极-钴、镍原料供应	18

图表 24: 国际锂电巨头四大材料供应商情况	19
图表 25: 宁德时代在钴锂、四大材料及锂电设备的供应上均具有成本优势	19
图表 26: 每 kWh 人工及制造成本快速下降	19
图表 27: 2017 年四大材料采购价格低于市场均价	19
图表 28: 宁德时代电池系统测算成本与市场测算成本对比	20
图表 29: 全球主要企业的有效产能同全球锂电需求整体适配, 优质产能整体不过剩	21
图表 30: 宁德时代产能投放加速, 资本开支可控	22
图表 31: 宁德时代产能规划明细	23
图表 32: 宁德时代产能规划全球领先	23
图表 33: 宁德时代动力锂电业务分项营收预测	24
图表 34: 宁德时代锂电材料业务营收预测及拆分	25
图表 35: 宁德时代 17A-25E 资产收益率情况	25
图表 36: 宁德时代营收及成本预测 (不包含其它类别业务)	26
图表 37: 宁德时代盈利预测总表	27
图表 38: P/E 和 P/B	28
图表 39: 可比公司估值表	28



投资概要

2018-2020 年是电动汽车全球格局逐渐成型的阶段，当前时点动力电池行业正处于补贴退坡推动的行业洗牌 1.0 阶段。我们认为电动汽车板块的投资需要建立在对以下几个趋势的把握和理解上：1、补贴退出后，产业链竞争趋向全球化，行业进入深度洗牌 2.0 形成新格局，切入全球龙头企业供应体系的厂商才具备继续成长的空间。2、全球产业链制造产能持续向中国转移，江淮大众、北汽戴姆勒、长城宝马和福特众泰等合资公司成立揭开以电动车为核心的“合资 2.0 时代”，零部件供应商的进入门槛也提升至全球水平。3、上汽、东风等国内主流车企与宁德时代合资预示着国内市场将形成强强联合的寡头竞争格局。我们认为电动汽车板块投资标的挖掘思路应紧扣“全球核心供应体系”的主线逻辑，精选具备全球竞争力的各环节龙头，其中电池环节首选宁德时代。

宁德时代成立于 2011 年，专注于新能源汽车动力电池系统、储能系统的研发、生产和销售。拥有动力和储能电池领域，材料、电芯、电池系统、电池回收二次利用等全产业链研发与制造能力。三大主营业务为动力电池系统、锂电池材料与储能系统。动力电池 2017 年销量 11.84GWh 全球第一。孙公司邦普是国内市场占有率最高的锂电池回收企业。

宁德时代核心竞争优势

► 强强联合深度绑定国内车企，全面切入全球核心供应体系

- 同上汽、东风、广汽、华晨宝马形成深度权益合作锁定优质份额，我们预期同国内车企的合作将进一步推广强化。
- 切入德系三强、雷诺日产、路虎捷豹等国际一线传统车企，同时规划德国设厂，立稳全球供应体系，受益全球高增长的增量锂电需求。

► 高起点深积淀，战略布局精准：

- 宁德时代（CATL）脱胎于 ATL，动力电池研发可回溯至 2004 年，2012 年进入宝马供应链，拥有高起点及高品质的市场先发优势。
- 2014-2017 年：高品质站稳国内市场；2017 年契合市场转型乘用车三元；2018-2020 年：强强合作锁定国内优质份额，立足中国切入全球供应链。
- 五大指标全面对比，国际竞争位居前列。

► 构筑优质供应商生态体系，控本实力强劲：

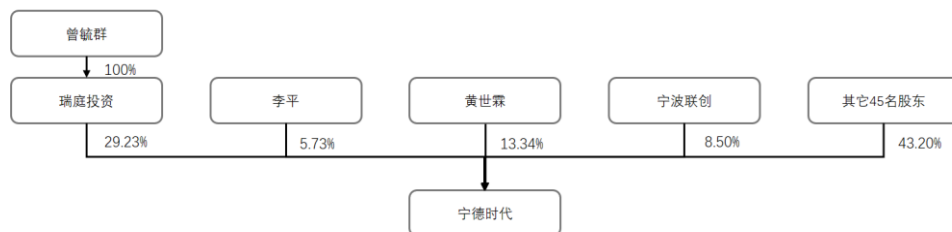
- 闭环布局核心原料，保障供应稳定成本：纵向布局回收与正极材料前驱体，紧扼正极核心制造环节。战略合作嘉能可、格林美以稳定锂、钴等原料供应，形成优质稳定的闭环供应体系。
- 打造材料+设备深度合作体系：承接 ATL 优质供应网络，包括负极、电解液及锂电设备，同时引入隔膜环节龙头供应商，打造成型涵盖四大材料及锂电制造设备的高凝聚力优质供应体系。
- 产业地位突出，控本能力卓著：宁德时代材料端的深度布局以及规模效应使得采购成本持续低于行业平均 10%-20%。

图表 1: 全球最具竞争力的五大动力锂电企业全面对比

锂电企业	战略	技术水平及方向	核心客户	成本控制	2020年产能规划/预期
宁德时代	2014-2017:高品质打开市场 2018-2020:加深绑定,进军全球 ★★★	方形龙头,单体能量密度可达240Wh/kg ★★★	吉利、上汽、北汽、广汽、东风、宇通、宝马、大众、戴姆勒等 ★★★	同四大材料各环节龙头合作,强供应链议价能力,闭环布局钴原料。 ★★★	90GWh (包含时代上汽) ★★★
Panasonic 松下	顶尖技术导向,深度绑定联合开发 ★★★	圆柱龙头,量产NCA+硅碳2170电芯,能量密度超300Wh/kg ★★★	特斯拉 ★★★	高镍应用龙头,工艺领先,良品率高, Gigafactory规模效应 ★★★	>80GWh ★★★
LG Chem	性价比导向,三电全套解决方案,客户拓展主动 ★★★	软包龙头,量产622电芯,811圆柱少量用于电动客车 ★★★	通用、雷诺、尼桑、福特、沃尔沃、现代等 ★★★	与自有业务强协同,成本控制能力强,锁定锂盐,布局前驱体 ★★★	90GWh ★★★
BYD	封闭供应,自给为主,逐步开放 ★★★	方形,转型三元进步迅速,单体200Wh/kg,成组160Wh/kg ★★★	比亚迪 ★★★	直接布局锂盐与三元前驱体 ★★★	60-80GWh ★★★
SAMSUNG	相对被动供应,客户拓展较为缓慢 ★★★	方形为主,单体能量密度约220Wh/kg ★★★	宝马、大众 ★★★	通过三星物产锁定上游锂钴镍权益 ★★★	30-40GWh ★★★

资料来源: 公司官网, 公司公告, 第一电动, 中金公司研究部

图表 2: 股权结构示意图 (2018.05.29 招股说明书披露)



资料来源: 招股说明书, 中金公司研究部

供应全球高成长, 享受中长期估值溢价

我们认为深刻理解宁德时代的高成长阶段是准确估值的前提。宁德时代的高速成长期大致可分为国内和全球两个阶段: 2015-2020 年, 下游几乎全以国内客户为主, 受政策驱动快速放量阶段; 2021-2025 年, 全球汽车电动化渗透率提升最快的阶段。

宁德时代 2018E-2020E 将囊括中国近半市场份额且壁垒越发牢固, 同时 20 年启动全球增长。预期 2020 年全球装机份额可达 24%。我们预期宁德时代 18E-20E 的总营收为 279/375/540 亿元, 17A-20E CAGR 为 39.3%。18E-20E 归母净利润为 37.4/44.9/54.0 亿元, 17A-20E CAGR 为 11.7%, 扣非归母净利润为 31.7/39.6/50.0 亿元。18E-20E 对应 EPS 为 1.71 元/2.04 元/2.46 元。当前公司股价对应 18/19e 41/35x P/E。

2021 是宁德时代成长加速的一年: 国内市场在补贴退出后形成稳定的寡头格局, 龙头份额持续提升; 海外车企 2021 年开始全面推广, 配套装机国际龙头将打开增长空间, 因此公司在 18 年-25 年期间持续体现出高成长性, 我们认为应将这个时期作为一个整体去理解, 同时 2021 是新成长周期开启的拐点。我们预期 21E/22E 公司总营收分别为 735/950 亿元, 归母净利润为 69.3/86.9 亿元。17A-25E 8 年的归母净利复合增速可达 18.1%, 扣非净利复合增速可达 25.3%。

我们选取产业链环节上市公司中的龙头企业进行估值参照。以当升科技、璞泰来、汇川技术、比亚迪这四家分别为高镍正极、人造负极及锂电涂布机、电机及工控、新能源整车的龙头企业作为参考, 当前可比公司 18e 平均 P/E 为 32x。

图表 3: A 股电动汽车产业链环节可比公司估值情况

公司	股票代码	货币	股价 2018/10/29	总股本 (亿股)	净利润			EPS			PE		
					2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
电池、整车													
比亚迪	002594.SZ	RMB	47.38	27.28	4,066	3,409	4,639	1.49	1.25	1.70	32	38	28
正极材料													
当升科技	300073.SZ	RMB	22.41	4.37	250	295	406	0.57	0.68	0.93	39	33	24
负极、设备													
璞泰来	603659.SH	RMB	38.23	4.33	451	598	789	1.04	1.38	1.82	37	28	21
电机电控及工控													
汇川技术	300124.SZ	RMB	21.73	16.64	1,060	1,255	1,497	0.64	0.75	0.90	34	29	24
可比公司平均											35	32	24
宁德时代	300750.SZ	RMB	70.76	21.95	3,878	3,743	4,486	1.77	1.71	2.04	40	41	35

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

基于上述判断,我们认为对宁德时代进行估值时应重点考虑 2021E-2025E 的新成长周期,考虑到扣非净利 17A-22E 高达 25.3%的复合增长率,给予 2021E 27x P/E,对应 18/19e 50/42x P/E,对应目标价 85.21 元,与当前股价对比有 20.4%的上涨空间,首次覆盖给予推荐评级。

图表 4: 基于宁德时代的高成长性与业绩确定性,给予 21E 27x P/E,对应 18E 50x P/E,目标价 85.21 元

公司信息(2018/10/29)		17A	18E	19E	20E	21E	22E	23E	24E	25E
公司名	宁德时代	营收	19997	27872	37548	54046	73520	95035	120323	144185
股票代码	300750.SZ	净利润	3878	3743	4486	5400	6927	8694	10248	12429
当前股价(元)	70.76	扣非净利	2376	3172	3958	5002	6616	8469	10023	12204
总股本(亿股)	21.95	EPS	1.77	1.71	2.04	2.46	3.16	3.96	4.67	5.66
17A-25E净利润	18.1%	P/E	40	41	35	29	22	18	15	12
CAGR										
17A-25E扣非净利	25.3%	基于17A-25E 18.1%的净利复合增速与25.3%的扣非净利复合增速,给予21E 27x P/E,对应18/19e 50/42x P/E								
CAGR										
目标价(元)	85.21	目标P/E	48	50	42	35	27	22	18	15
装机量预期(GWh)										
中国动力电池需求		34	48	77	118	173	237	324	404	487
宁德时代中国份额		31.4%	42.2%	42.2%	42.2%	41.8%	41.5%	41.3%	41.2%	41.1%
国际动力电池需求		20	35	62	119	175	236	318	428	578
其中:	宝马	4	6	11	20	24	29	33	39	45
	奔驰	1	2	3	6	8	11	16	22	30
	大众	3	5	11	22	30	41	56	75	101
	宁德时代主要国际客户装机份额									
	宝马				15.0%	25.0%	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%
	奔驰				7.0%	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	大众				13.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	35.0%
宁德时代中国装机量		11	20	32	50	72	98	134	166	200
宁德时代国际客户装机量					7	16	27	41	58	79
宁德时代全球装机量		11	20	32	57	88	125	175	225	279
宁德时代全球装机份额		20%	25%	23%	24%	25%	26%	27%	27%	26%
同比增速			93%	58%	77%	54%	43%	39%	29%	24%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

此外,考虑到公司已进入持续 5 年以上的高成长区间,我们使用基于 2018 年末,即 19E 的 DCF 模型进行估值验证。假设加权平均资本成本假设为 9.2%,永续增长率为 1%,折现至 18 年末(19E)每股权益价值为 82.32 元,同上述基于 21E 的 27x P/E 估值契合。其中自由现金流现值相较永续自由现金流现值较低,主要原因为 18-21 年为公司主要的产能扩张期资本支出较高,而对应 EBIT 相对较低,造成 19-20E 的自由现金流负值所致。结合 DCF 模型的估值验证,我们认为当前给予 2021E 27xP/E 估值符合公司长期内在价值的体现。

我们假设,产能扩建成本将于 2021E 下降至每 GWh 约 4 亿元左右,并于 2025 年下降至 2.5 亿元,同时宁德时代的产能利用率于 2021E-2025E 由 70%逐步提升至 90%,并假设 2025-2029E 产能投资同比逐步下降。可以观察到,宁德时代的自由现金流预期于 2021 年开始转正,并逐步增长。契合我们对于宁德时代 2021 年出现成长新拐点的判断。

图表 5: 宁德时代基于 2019E 的 DCF 估值情况

DCF 模型												
人民币百万元												
自由现金流预测	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入	27,872	37,548	54,046	73,520	95,035	120,323	144,185	169,439	193,540	216,030	236,473	254,327
YoY	39.4%	34.7%	43.9%	36.0%	29.3%	26.6%	19.8%	17.5%	14.2%	11.6%	9.5%	7.6%
EBIT	4,483	5,708	7,531	9,846	12,124	14,100	16,518	18,968	20,864	22,411	23,221	23,599
YoY	31.5%	27.3%	31.9%	30.7%	23.1%	16.3%	17.1%	14.8%	10.0%	7.4%	3.6%	1.6%
息税前利润率	16.1%	15.2%	13.9%	13.4%	12.8%	11.7%	11.5%	11.2%	10.8%	10.4%	9.8%	9.3%
EBIT*(1-t)	3,878	4,937	6,514	8,517	10,487	12,196	14,288	16,407	18,047	19,385	20,086	20,413
+ 折旧及摊销	2,560	3,294	3,963	5,068	6,026	6,986	7,952	9,042	10,150	11,172	13,252	13,647
- 营运资金变化	-738	122	763	885	911	1,575	1,854	1,764	2,017	2,222	2,364	1,163
- 资本支出	-14,812	-16,165	-17,545	-10,551	-13,703	-11,159	-13,818	-15,076	-13,568	-12,212	-10,990	-9,893
自由现金流终值	-9,112	-7,812	-6,305	3,919	3,721	9,599	10,276	12,137	16,646	20,568	24,711	25,329
YoY		-14.3%	-19.3%	-162.2%	-5.1%	157.9%	7.1%	18.1%	37.1%	23.6%	20.1%	2.5%
DCF 分析												
预测期自由现金流现值	54,080								税率		13.0%	
自由现金流终值	313,221								目标权益资本比		50.0%	
永续自由现金流现值	130,292								贝塔系数		1.50	
企业价值	184,372								无风险收益率		3.8%	
净现金	-3,679								风险溢价		6.5%	
权益价值	180,693								权益资本成本		13.6%	
每股权益价值 (元)	82.32								债务资本成本		5.5%	
									税后债务资本成本		4.8%	
									WACC		9.2%	
									永续增长率		1.0%	

资料来源：中金公司研究部



1、根植中国底蕴深厚，拓展全球加速发展

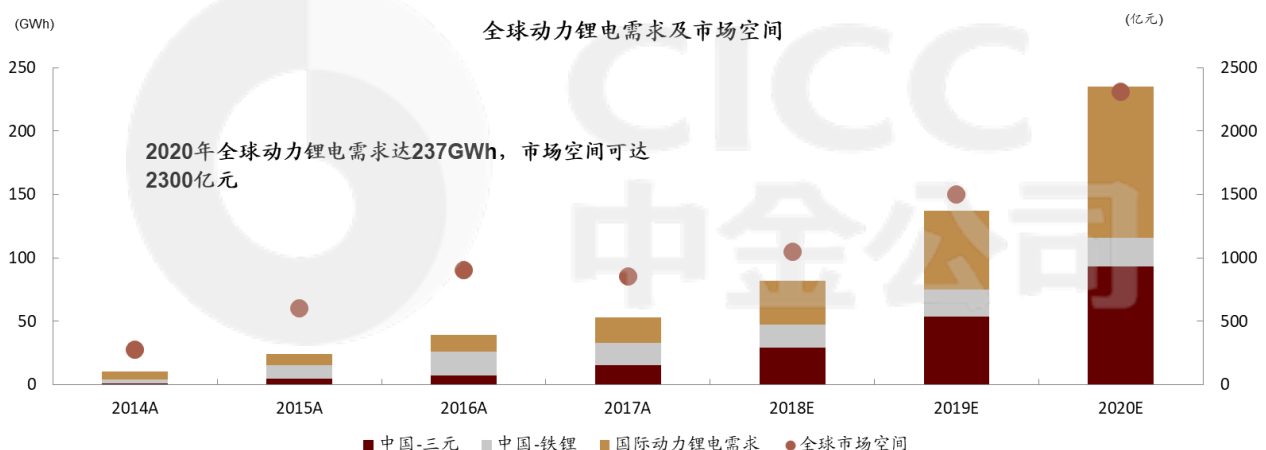
- **核心投资逻辑：**未来电动汽车行业主导权掌控于全球龙头车企，动力电池标的挖掘思路应紧扣“全球核心供应体系”的主线逻辑，精选具备全球竞争力的龙头。
- **内外兼修构筑竞争优势：**宁德时代战略合作切入国内外车企，占据核心市场份额，精耕细作打造原料供应生态圈，控本能力大幅领先同行。

1.1 行业需求高成长，核心体系占鳌头

2018-2020 年是电动汽车全球格局逐渐成型的阶段，需求拐点切换拉动产销提速，带动全产业链需求景气度向上。2021 年后，以德系三强为首的传统国际车企电动化产能全面释放，驱动中长期电动替代。我们认为对动力电池行业未来发展的把握需要从销量和格局两个角度出发。

销量角度，我们预期 2020 年全球新能源乘用车销量将超 400 万辆，驱动全球超 230GWh 动力锂电需求，带来 2300 亿元人民币的市场空间。其中 2017-2020 年动力电池需求的 CAGR 将高达 64.2%，其中中国 CAGR 为 52.1%，国际市场 CAGR 为 81.1%。

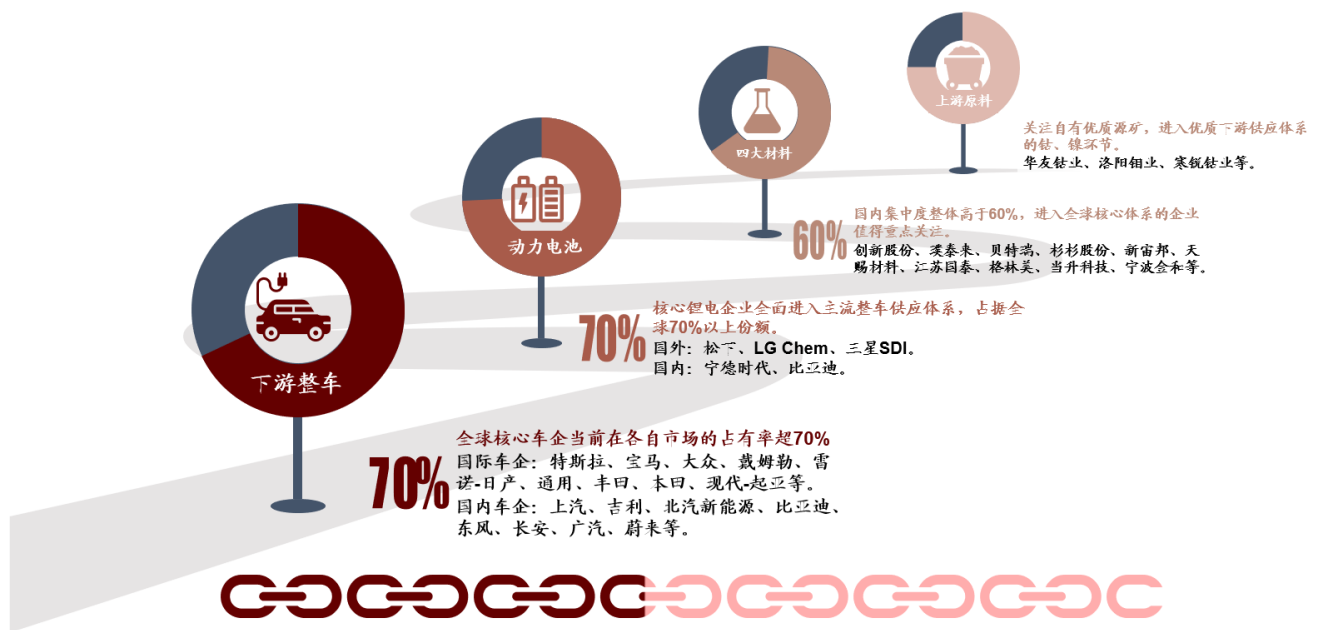
图表 6：全球动力电池需求至 2020 年可超 230GWh，带动 2300 亿元市场空间



资料来源：公司公告，盖世汽车，第一电动，中金公司研究部

从全球供应格局来看，中国市场一方面在补贴退坡与锂电保护褪去后进入产业链全球化竞争，另一方面合资及外资独资车企的进驻进一步推动中上游供应商的准入门槛，行业进入深度洗牌阶段。国外市场需求增量空间广阔，龙头车企正加紧全球供应体系的布局，以应对未来的产能释放。为确保供应的稳定性、低成本、与优质性，全球范围内的车企-锂电企业正快速形成强强联合的协同化深度绑定。因此我们认为，动力锂电的竞争格局将迎来全球化洗牌与重铸，进入全球核心车企供应体系的企业将获得确定性且高成长的供应份额，受益全球新能源车增长。

图表7：新能源车产业链全球核心供应体系形成与完善



以车企与锂电企业为核心的全球核心供应体系在不断的完善与牢固

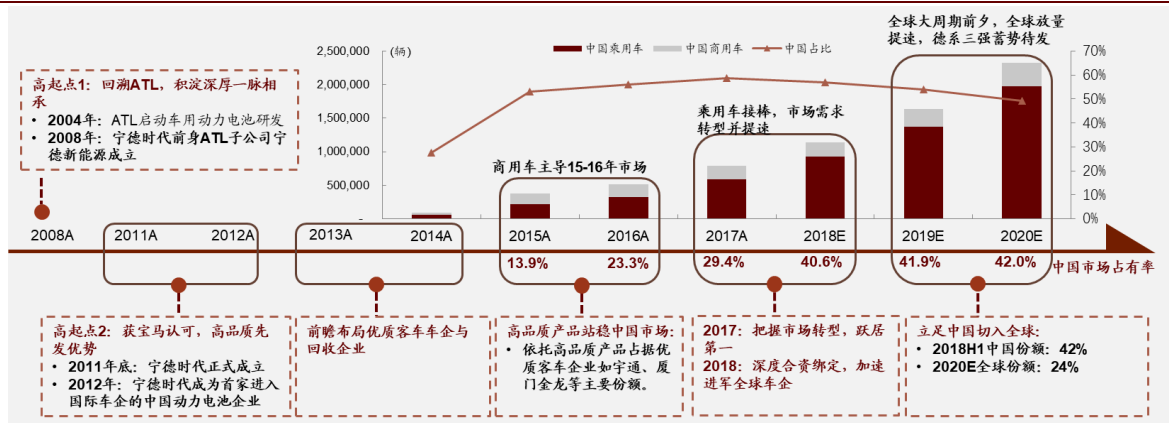
资料来源：GGII，EV-sales，盖世汽车，中金公司研究部

1.2 客户拓展战略清晰，内外兼修构筑壁垒

基于对市场发展的理解，锂电龙头的成长核心在于在发展历程契合市场需求，拥有稳定的高市场份额基础，并锐意进取，维持全球范围客户拓展，以受益于全球新能源车放量。同时在成本端协同产业链降本控价，保障量增价降利稳的盈利空间。我们认为宁德时代的核心竞争优势在于对外客户拓展的战略把控与对内的供应链管理及成本控制，内外兼修构筑了较强的竞争壁垒：

- **苦修外功，把握机遇：**回溯过往，宁德时代把握中国市场两个核心发展窗口跃居首位；展望未来，战略拓展全球核心车企供应，紧随全球电动化浪潮。
- 2014-2017年：高品质产品站稳中国市场。
- 2017年市场转型乘用车：三元锂电技术布局领先，抓住市场转型跃居首位。
- 2018-2020年：合资绑定国内优质份额，立足中国切入全球供应链。

图表8：宁德时代发展历程及其各阶段核心战略导向



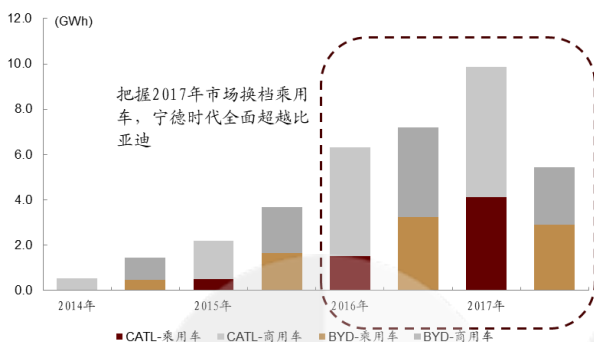
资料来源：招股说明书，公司官网，公司公告，第一电动，中金公司研究部

宁德时代脱胎 ATL，动力电池布局始于 2004 年，技术底蕴深厚，研发团队强大。2012 年获宝马合作，成功为之诺 1E 设计并制造动力电池系统，占据了高技术的先发优势。

2014-2017 年：高品质产品站稳市场，高盈利质量持续健康发展。依托获得宝马合作所带来的品质化效应，宁德时代 13 年便同国内最大的客车企业宇通形成战略合作，叠加 09 年 ATL、北大先行，北汽，北汽福田便布局 PACK 厂商普莱德所带来的优质下游客户渠道，宁德时代在市场初期便占据了商用车的头部份额与乘用车市场的先发企业。

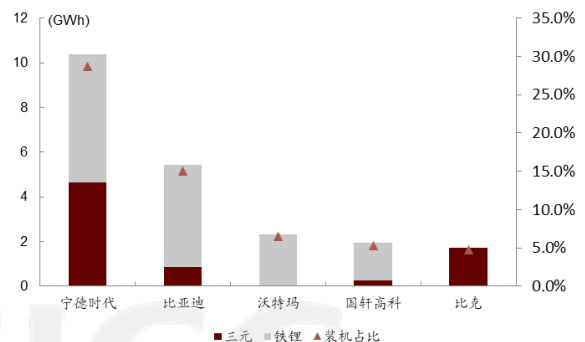
2017 年：把握市场需求转型，精准布局跃居第一。15-16 年市场基于商用车需求以铁锂电池为主导，宁德时代依托宇通等优质客户份额提升至全国第二。17 年补贴退坡，市场换档乘用车，三元锂电的需求拐点到来。主要竞争对手沃特玛、国轩高科等转型三元滞后，比亚迪封闭供应，宁德时代凭借优质的三元锂电迅速囊括全国优质份额，一举超越比亚迪跃居国内份额之首。

图表 9: 2017 年宁德时代精准把握市场转型乘用车



资料来源: GGII, 中金公司研究部

图表 10: 2017 三元装机大幅提升，竞争对手储备滞后明显



资料来源: OFweek 锂电网, 中金公司研究部

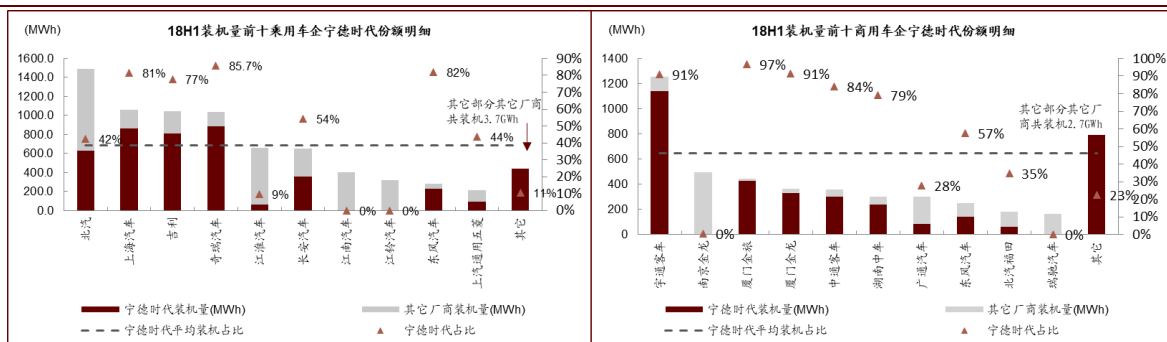
2018-2025 年：合资锁定国内优质份额，锐意进取全球市场。

2018 年后新能源车迎来发展新拐点，全球传统车企电动化步伐加快，行业需求预期显著提速，锂电竞争也由单纯的国内格局转向全球格局。

宁德时代对外的核心战略在于，通过合资锁定国内头部客户，获得中国市场长期高质量供应份额，同时锐意进军全球供应，切入国内外核心车企供应体系，获得全球范围的高成长空间。

宁德时代当前已同上汽、广汽、东风等乘用车企业形成合资及权益合作，深度绑定，锁定优质供应份额，18H1 国内供应份额已超 40%，占据乘用车及商用车前十大车企的大部分装机量。同时成功进入德系三强、雷诺-日产、路虎-捷豹等全球车企供应体系，预期 2020 年正式启动批量供应，受益全球电动化发展，立稳全球锂电龙头。

图表 11: 宁德时代 18H1 装机占据国内市场主流份额



资料来源: OFweek 锂电网, 中金公司研究部; 注: 比亚迪计入其它, 乘用车江淮装机部分为蔚来汽车代工所致。

- **勤练内功，稳中求进：**一体化闭环布局正极产业链，构筑材料及设备优质供应商生态圈，制造成本显著低于同行。强化研发保持高产品竞争力。
- 针对上游镍钴锂原料，宁德时代贯通布局“资源—前驱体—正极材料—回收”：战略合作格林美（前驱体生产、回收）、嘉能可（钴原料）、青山钢铁（镍原料），形成闭环布局，紧扼材料成本最关键环节。
 - 四大材料及锂电设备承接 ATL 供应商体系，通过共同研发及规模优势形成对主要材料环节的强掌控力。
 - 基于供应链高议价能力，宁德时代原料采购成本仅为同业的 80%，叠加规模效应下制造与人工成本的快速下降，控本能力强劲。

图表 12：宁德时代四大材料及锂电设备供应链环节掌控力解读



资料来源：公司公告，第一电动，中金公司研究部

2、全球格局重塑，把握核心供应

随着海外车企电动化进度提速，全球的锂电竞争格局迎来洗牌。我们认为要讨论宁德时代未来的成长空间，需要站在市场格局重构的视野下解读核心发展战略，并将其与国际竞争对手 LG Chem、三星 SDI 与松下进行横向对比。

2.1 合资锁定份额，拓展全球车企

宁德时代通过与国内优势车企合资形成份额互锁，并切入全球核心车企供应体系，立足于 2020 年后的全球电动车放量。

合资锁定国内优质乘用车车企供应份额。宁德时代在国内已同广汽、东风、上汽合资建设动力电池产能，并同华晨宝马形成权益合作。同时与吉利、宇通、北汽等车企保持深度战略合作。合资绑定及战略合作是电池企业的最优拓展战略。主要原因有 1) 乘用车相对商用车高度定制化，不同车型间三电系统同质性较低，车企对供应链把控的深入程度也远超商用车，对锂电池安全性，一致的要求也更高。2) 锂电是新能源车最大成本端，同时车型开发周期长，确定锂电供应商后更换成本高。因此，稳定供应及高性价比的锂电是车企主要的诉求。3) 锂电企业则寻求下游份额的稳定性，以确保在市场高速发展下占据份额持续优势。

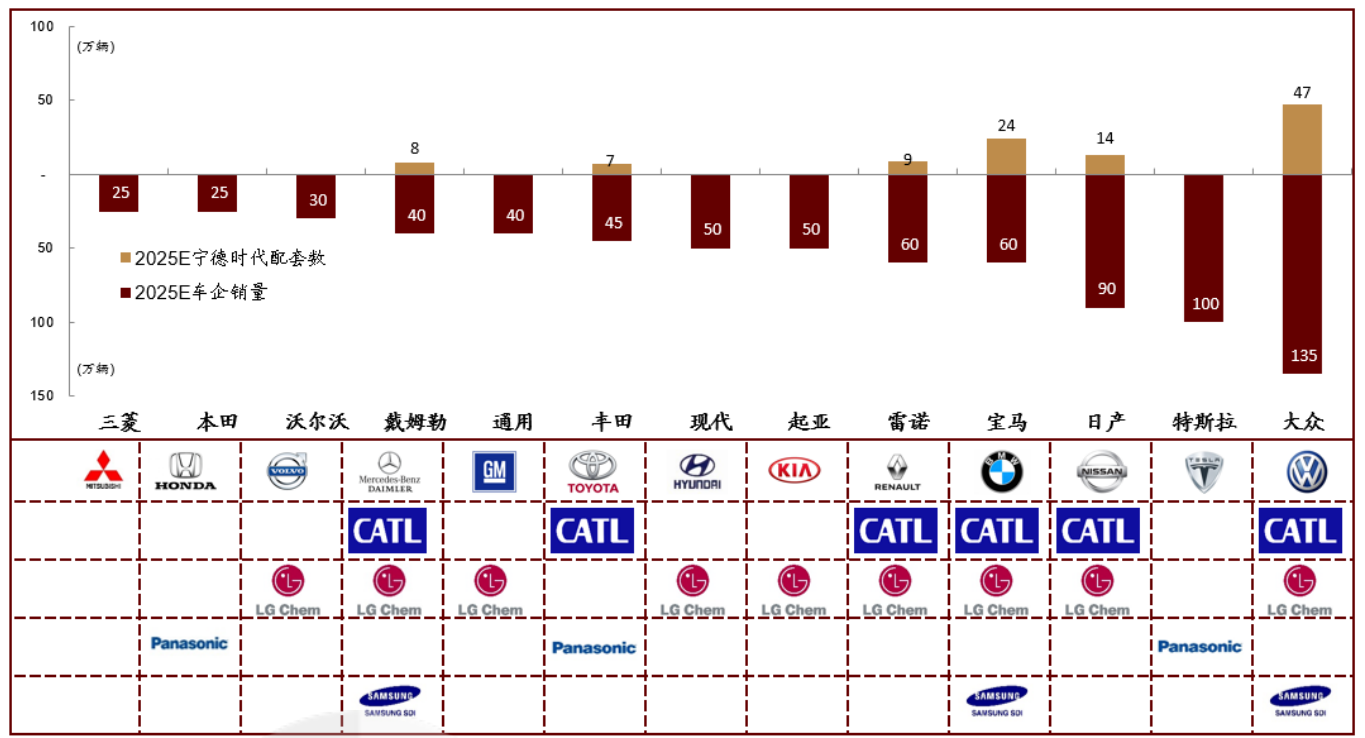
打入德系三强供应链，谋求深度合作，进军全球市场。截至 2018 年 7 月，宁德时代已经分别与大众、戴姆勒、宝马、雷诺-日产等达成供应协议或定信，进军全球市场步伐提速。德系车企的大规模的量产计划均于 2020 年启动，预期将为宁德时代 2020 年后的业绩大幅增添动力。同竞争对手相比，宁德时代在客户群覆盖上兼具国内高质量新能源车企与国际一线传统车企，在国际客户覆盖上仅次于 LG Chem，优于三星 SDI。

图表 13：宁德时代重要合作客户及国际客户拓张时间表



资料来源：公司公告，盖世汽车，第一电动，中金公司研究部

图表 14: 全球四大动力锂电企业国际供应关系情况



资料来源：公司公告，盖世汽车，第一电动，中金公司研究部

2.2 战略得当，精准破局

进一步对比宁德时代与三家国际竞争对手，我们认为战略导向影响了各自发展路径：

- ▶ **松下-深度绑定特斯拉互利共生：**企业专注高端锂电契合特斯拉定位豪华车的高性能锂电需求，权益绑定及协同研发生产下共进退形成较强的供应壁垒。
- ▶ **LG Chem-高性价比拓张市场：**LG Chem 定位高性价比竞争，并与 LG Electronics 协同提供三电系统解决方案，拓展多客户渠道下的放量。囊括大量国际优质客户。2018 年重回中国市场并大幅扩产，剑指中国合资车企及国际车企。
- ▶ **三星 SDI-战略保守，被动拓展市场：**三星 SDI 专注方形电池，主要客户德系三强。在市场初期依托博世进行锂电供应，形成三星 SDI-博世-德系企业的供应链条。企业自身战略被动，仅提供电芯同时不主动拓展客户，在 2015 年前缺乏全套解决方案。战略的错位使得企业失去重要的市场开拓期，当前拓展进度相对缓慢。

依托特斯拉强劲的产品力与市场份额增长，松下获得高壁垒的独有成长空间。LG Chem 的让利进取型战略与三星 SDI 的被动型战略则导致当前 LG Chem 优质的国际客户群与三星相对滞后的业务成长。

图表 15: 全球动力锂电巨头发展历程

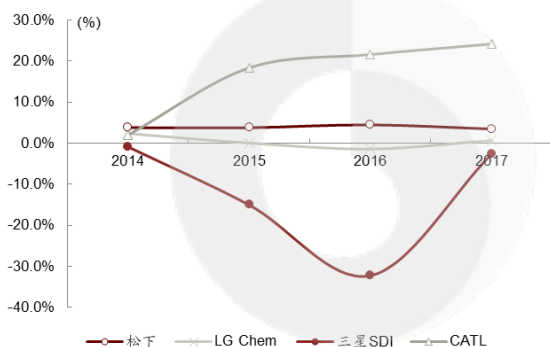
企业	核心优势	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
宁德时代	成本优势、根植中国、全球拓展	ATL子公司宁德新能源成立 (CATL前身)			宁德时代正式成立	进入宝马供应链	与宇通深度合作, 收购邦普布局回收	产值上升至全国第二, 占比10.4%	中国市场占比15.3%	携手格林美、嘉能可, 锁定钴供应	出货量全球第一, 国内市场份额达29.4%	进入大众、戴姆勒、雷诺-日产、路虎捷豹供应体系。获宝马40亿欧元定信
松下	技术龙头, 深度绑定特斯拉	收购三洋电机, 成为全球最大消费电子锂电供应商	进入特斯拉供应链		与特斯拉达成战略合作	特斯拉Model S上市	与特斯拉扩大电池供应协议	与特斯拉签署Gigafactory合作协议	特斯拉Model X上市, 全年总销量超5万辆		Gigafactory投产, 供应丰田插电混车型, 开展电	Model3产能攀升, 2018特斯拉全年销量可达20万。同本田合作。
LG Chem	软包差异化竞争, 高性价比	与知识经济部、现代汽车等签署电动汽车电池开发MOU	于梧仓开建动力电池厂	于美国密西根建厂, 供应通用		供应雷诺、福特、沃尔沃		与雷诺达成深度合作	南京动力电池工厂竣工 (后被吉利收购), 进入进军德系供应	于波兰开建动力电池工厂, 供应戴姆勒供应链		供应下一代日产Leaf。中国再设厂, 规划32GWh产能。进入大众供应链
三星SDI	与德系车企合作较早	与博世成立SB LiMotive, 研发动力电池	与宝马合作			SB LiMotive解散, 三星战略倾斜消费锂电	进入大众供应链		收购MSBS, 拥有锂电模组与PACK供应能力	于匈牙利建设动力电池工厂	推出第三代220Wh/kg动力电池	为戴姆勒纯电动客车供应电芯

资料来源: 公司官网, 第一电动, 招股说明书, 中金公司研究部

宁德时代成本把控战略带来远超竞争对手的盈利能力。从营业利润率的对比可以看到, LG Chem与三星SDI表现较差, 纾困于盈利能力, 需要集团输血心保证成长。而松下保持于0-10%的相对稳定, 宁德时代则拥有超20%的高营业利润率。宁德时代相较于竞争对手, 拥有更好的成本管控能力与盈利能力。

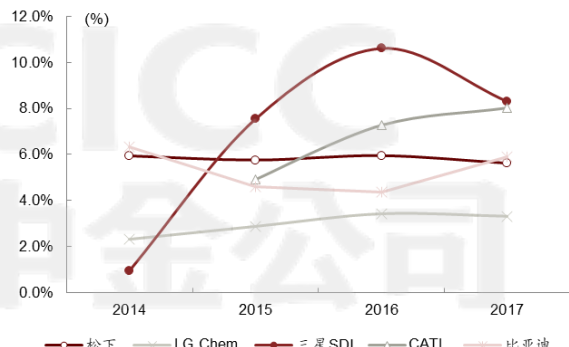
研发投入占比上宁德时代同样占据前列。全球范围内, 宁德时代当前的技术水准已达到同LG Chem、三星SDI不相伯仲的水平, 在持续研发投入上也持续位居全球前列。

图表 16: 电池业务板块营业利润率对比



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部; 剔除比亚迪, 因其无单独披露锂电池相关细分业务的营收及营业利润情况

图表 17: 全球锂电巨头研发投入占营收比重



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

五维对比不落下风, 展现全球竞争力。结合战略对比, 在技术水平、核心客户、成本控制及产能规划, 宁德时代同全球竞争对手的对比中整体占优。我们认为全球动力锂电将形成包含宁德时代、松下、LG Chem的第一梯队与包含比亚迪、三星SDI的第二梯队。

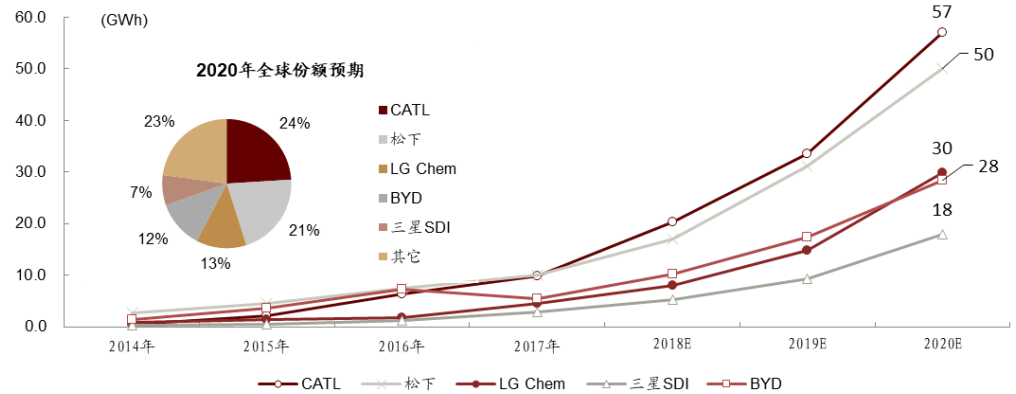
图表 18: 全球最具竞争力的五大动力锂电企业全面对比

锂电企业	战略	技术水平及方向	核心客户	成本控制	2020年产能规划/预期
CATL 宁德时代	2014-2017:高品质打开市场 2018-2020:加深绑定, 进军全球	方形龙头, 单体能量密度可达240Wh/kg	吉利、上汽、北汽、广汽、东风、宇通、宝马、大众、戴姆勒等	同四大材料各环节龙头合作, 供应链议价能力; 闭环布局钴原料。	90GWh (包含时代上汽)
Panasonic 松下	顶尖技术导向, 深度绑定联合开发	圆柱龙头, 量产NCA+硅碳2170电芯, 能量密度超300Wh/kg	特斯拉	高镍应用龙头, 工艺领先, 良品率高, Gigafactory规模效应	>80GWh
LG Chem	性价比导向, 三电全套解决方案, 客户拓展主动	软包龙头, 量产622电芯, 811圆柱少量用于电动车	通用, 雷诺, 尼桑, 福特, 沃尔沃, 现代等	与自有业务强协同, 成本控制能力强, 锁定锂盐, 布局前驱体	90GWh
BYD	封闭供应, 自给为主, 逐步开放	方形, 转型三元进步迅速, 单体200Wh/kg, 成组160Wh/kg	比亚迪	直接布局锂盐与三元前驱体	60-80GWh
SAMSUNG	相对被动供应, 客户拓展较为缓慢	方形为主, 单体能量密度约220Wh/kg	宝马、大众	通过三星物产锁定上游锂钴镍权益	30-40GWh

资料来源: 公司官网, 公司公告, 第一电动, 中金公司研究部

立足中国供应全球，预期宁德时代 2020E 份额可达 24%。由于中国市场 2020E 的动力电池需求将达到约 118GWh，我们预期宁德时代国内份额可达 41%，对应约 48.6GWh 的装机量。2020 年德系三强的订单开始逐步落地。我们预期 2020 年宁德时代全球装机量为 57GWh，占全球 24% 份额。

图表 19：预期 2020E 宁德时代全球份额将达到 24%



资料来源：EV Sales, GGII, 真锂研究, Marklines, 中金公司研究部

受益 2021 年后全球电动车销量提速，宁德时代国外装机份额将快速提升。我们保守估计，宁德时代将会通过德系三强的装机需求为主扩张国际市场的装机份额。并于 2025 年实现国际市场装机份额（除中国外市场）13.7%，全球市场份额达到 26%。

图表 20：宁德时代重要国际客户规划

车企	2019年	2020年	中期规划（至2025）
大众	年产10万辆德国工厂投产		基于MEB平台，2022年推出27款电动车 至2025年，推出80款新能源车（50款纯电+30款插混） 2025年集团销量20%-25%为纯电动车（高于200万辆） 2025年前推出25款新能源车型（其中12款为纯电车型）
宝马	推出MINI纯电车型	推出BMW iX3 SUV纯电车型	2022年奔驰旗下全部车型电动化，推出专属于奔驰EQ
戴姆勒	EQC400 欧洲市场交付	EQC400全球交付	2022年前推出8款纯电及12款插混车型
雷诺	于中国上市纯电SUV K-ZE		依托于雷诺-日产共享电动车开发平台
日产			2025年电动车占总销售额40% 以中国市场为主，投放20款新能源车 基于日产聆风，推出8款纯电车型

资料来源：公司公告，盖世汽车，第一电动，中金公司研究部

图表 21：2025E 宁德时代国际市场装机份额预期

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国际动力电池需求量 (MWh)	119	175	236	318	428	578
宝马需求量	20	24	29	33	39	45
奔驰需求量	6	8	11	16	22	30
大众需求量	22	30	41	56	75	101
其它宁德时代国际客户需求量	23	33	46	65	92	131
其它非宁德时代国际客户需求量	48	80	109	148	200	270
宁德时代国际客户装机占比预期						
宝马份额	15%	25%	35%	40%	40%	40%
奔驰份额	7%	15%	20%	20%	20%	20%
大众份额	13%	20%	25%	30%	35%	35%
其它宁德时代客户份额	4%	7%	10%	12%	13%	15%
宁德时代国际客户装机量预期						
宝马装机量	3	6	10	13	16	18
奔驰装机量	0	1	2	3	4	6
大众装机量	3	6	10	17	26	35
其它客户装机量	1	2	5	8	12	20
合计国际客户装机量	7.2	16	27	41	58	79
宁德时代国际市场份额	6.1%	8.9%	11.5%	12.9%	13.6%	13.7%

资料来源：公司公告，盖世汽车，中金公司研究部

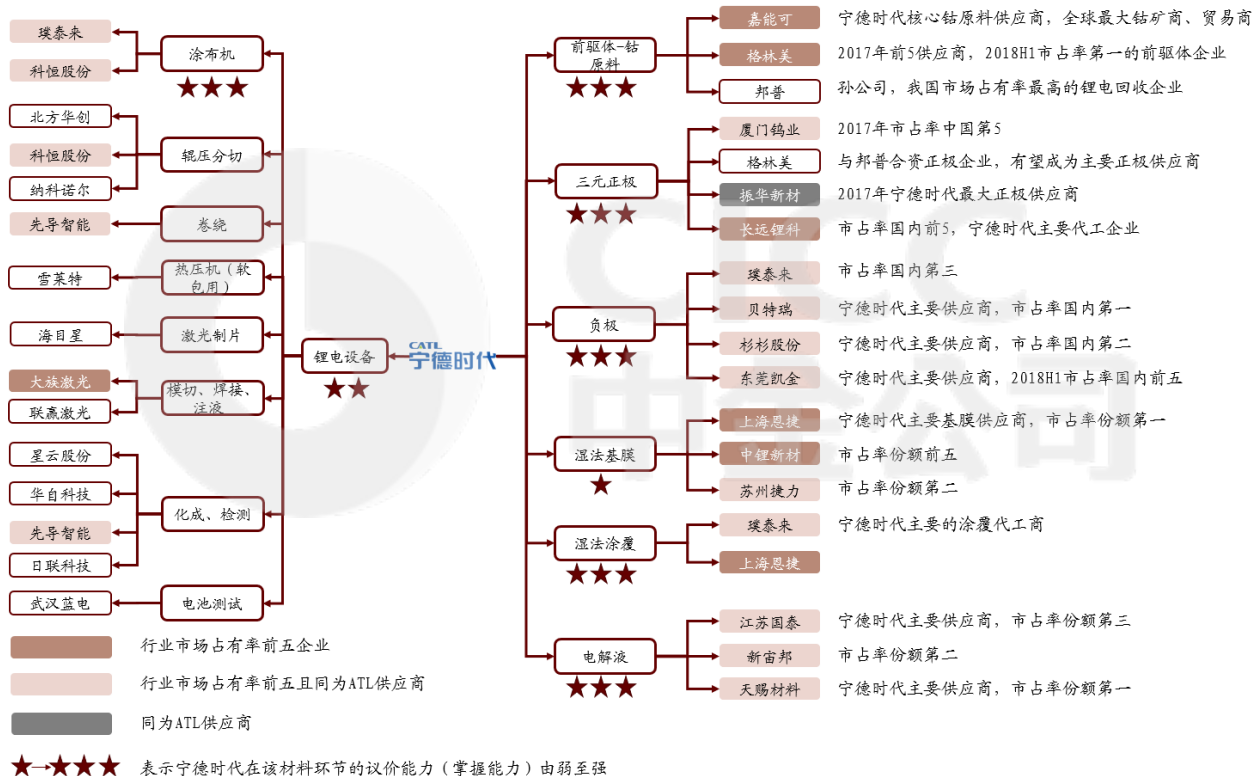
3、构筑优质供应商生态体系，控本实力强劲

3.1 钴原料闭环供应，四大材料打造优质供应网络

宁德时代对于供应商生态体系的建立可以细分为三大部分：

- ▶ 贯通布局“资源—前驱体—正极材料—回收”：战略合作格林美（前驱体生产、回收）、嘉能可（钴原料）、青山钢铁（镍原料），形成闭环布局，紧扼材料成本最关键环节。
- ▶ 四大材料及锂电设备承接 ATL 供应商体系，通过共同研发及规模优势形成对主要材料环节的强掌控力。
- ▶ 基于供应链高议价能力，宁德时代原料采购成本仅为同业的 80%，叠加规模效应下制造与人工成本的快速下降，控本能力强劲。

图表 22：宁德时代对供应产业链强掌控力



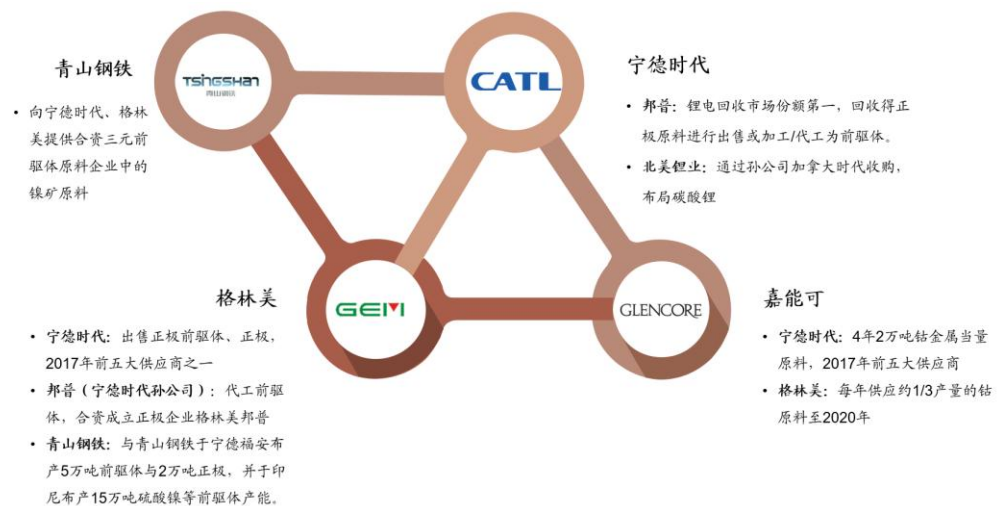
资料来源：公司公告，第一电动，中金公司研究部

正极-前驱体-镍钴锂：收购邦普布局回收，内生外延形成锂钴镍原料闭环供应体系。

宁德时代深度布局锂电回收与三元前驱体制造，通过与上游原料供应商的纵向深度合作，把控核心镍钴锂原料供应。并通过正极厂商的代工降低制造成本。

- ▶ 以邦普为支点，宁德时代与格林美达成战略合作关系，联合嘉能可作为最大的钴原料供应商，形成闭环协同的钴原料供应体系，同时进一步引入青山钢铁（拥有镍矿），借助格林美为主体于印尼、宁德福安分别规划金属盐原料冶炼基地与前驱体生产基地，完成对镍原料的延伸把控。该布局下，各环节均专注于自身的核心优势以形成跨领域强协同。宁德时代还进一步通过孙公司加拿大时代收购北美锂业，布局碳酸锂原料的供应。

图表 23：宁德时代通过回收布局及格林美-嘉能可的合作稳定三元正极-钴、镍原料供应



资料来源：招股说明书，公司公告，中金公司研究部

此外，回收布局可以为宁德时代进一步带来客户和行业卡位的优势。

- 政策指导下车企承担动力电池回收的主体责任。布局回收可解决车企后顾之忧，实现对车企闭环业务配套，强化与车企的合作关系并依托车企完善渠道建设。
- 锂电回收属于高环保准入要求行业，渠道建设需要车企协同，未来规划化发展有可能形成执业牌照壁垒。

四大材料及锂电设备供应体系：承接 ATL 优质体系内供应商，并与各环节优质龙头企业合作。强化掌控构筑稳定优质供应体系。宁德时代脱胎于 ATL。ATL 高品质的产品基于高品质的原料供应。而宁德时代在四大材料的供应商网络构建上，也承接了 ATL 的供应体系，由此带来的供应网络优势在于：

- 合作默契且完善，强化宁德时代供应网络掌控能力**
 - 供应商与 ATL 数年的稳定合作可直接延用至 CATL，同时品质上有保证，快速形成稳定优质供应。
 - 部分企业高管及核心技术人员（璞泰来、振华新材）脱胎于 ATL，形成相似的企业文化与技术导向，使得宁德时代具有更加的供应掌控能力。

由于原料需求量较大，宁德时代进一步与四大材料及锂电设备各环节龙头企业形成供应合作。并依托其行业地位下的高议价能力以获得稳定，优质，低于市场均价的原料供应。

国际层面对比来看，LG Chem、三星 SDI 为全球采购，松下核心材料基本为日本本土采购。

- LG Chem 及三星 SDI 四大材料均为全球采购，中国优质供应商在列，我们预期其原料成本高于中国市场，低于松下。
- 松下本土采购较多，准入壁垒较高，仅前驱体、负极及电解液环节有少数中国供应商在列，我们预期其原料成本相对较高。





图表 24：国际锂电巨头四大材料供应商情况

	供应商国别	正极、前驱体	负极	隔膜	电解液
LG Chem	国外	田中化学、优美科	三菱化学、日立化成	东丽	巴斯夫
	国内	宁波金和、华友钴业	江西紫宸、贝特瑞、杉杉股份	上海恩捷、星源材质	新宙邦、江苏国泰
三星SDI	国外	优美科、Ecopro、L&F	日立化成、三菱化学	旭化成、帝人	三菱化学、陶氏杜邦
	国内	当升科技、宁波金和、格林美	贝特瑞、江西紫宸	上海恩捷	新宙邦、江苏国泰
松下	国外	住友金属（正极）	日立化成	住友化学、旭化成、东丽	三菱化学
	国内	贝特瑞（NCA前驱体）、芳源环保（NCA前驱体）	贝特瑞		江苏国泰、新宙邦

资料来源：公司公告，GGII，第一电动，中金公司研究部

基于对锂钴镍核心原料的闭环布局及四大材料优质供应商生态体系构建，我们认为宁德时代在上游供应链的成本控制能力上相对于国际竞争对手有较为显著的优势。

图表 25：宁德时代在钴锂、四大材料及锂电设备的供应上均具有成本优势

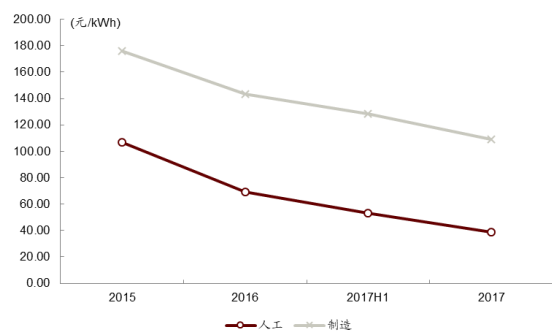
锂电企业	钴锂原料权益布局	钴锂原料长协	钴锂原料战略合作供应	锂电回收	正极环节	负极环节	隔膜基膜	隔膜涂覆	电解液	锂电设备
 宁德时代	收购北美锂业	嘉能可（全球最大钴矿商及贸易商）	嘉能可、格林美，自产前驱体	深度布局	依托中国优质供应链，承接ATL优质供应体系并与各环节龙头稳定合作。具有产业链高议价能力					
 松下	无	有	有	布局	基本为本土采购，质量高，但成本相对较高					
 LG Chem	投资澳洲锂矿与硫酸镍供应商	有	华友钴业等，自产正极	布局	与自有基础材料业务形成协同，可自产正极、隔膜、涂覆膜等，全球采购降低成本					
 SAMSUNG	依托三星特产锁定上游权益	有	有合作，自产正极	布局	全球采购为主					
对比结果	钴锂成本控制能力：宁德时代>LG Chem>三星SDI>松下				四大材料成本控制能力：宁德时代>LG Chem>三星SDI>松下					

资料来源：公司公告，第一电动，中金公司研究部

3.2 高供应链议价能力、规模效应、技术进步协同降本

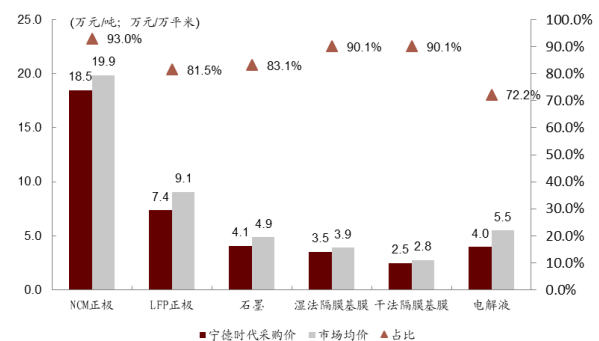
- ▶ 基于原料供应生态圈的构建与宁德时代强产业链议价能力，四大材料平均采购成本为市场均价的 70%-90%。
- ▶ 规模效应、自动化程度提升及良品率上升带动人工及制造成本快速下降。受益于产能扩张，规模效应不断提升且工艺进步下良品率的上升，我们预期人工及制造成本还将维持稳定下降趋势。

图表 26：每 kWh 人工及制造成本快速下降



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 27：2017 年四大材料采购价格低于市场均价



资料来源：招股说明书，GGII，中金公司研究部

图表 28：宁德时代电池系统测算成本与市场测算成本对比

单位：元/kWh	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2017年市场测算成本	2017年成本占市场成本比
三元电池系统成本	1327.2	1187.2	1029.7	822.1	695.8	633.6	1100.4	93.6%
四大材料	403.0	418.1	481.4	381.1	320.9	308.2	524.8	91.7%
正极	165.2	219.0	318.7	264.7	225.9	224.1	329.1	96.8%
负极	52.0	39.7	43.8	41.2	37.7	35.1	54.6	80.2%
电解液	47.9	60.8	41.1	27.9	23.1	20.7	56.9	72.2%
湿法隔膜（基膜+涂覆）	118.9	84.9	67.1	40.7	29.5	24.5	84.2	79.7%
湿法基膜	137.9	98.5	57.6	32.6	21.8	18.0	63.9	90.1%
涂覆加工费	0.0	0.0	20.3	14.7	12.4	10.3	20.3	100.0%
外壳顶盖	96.3	70.7	48.3	41.0	34.9	29.7	50.7	95.2%
其它材料（BMS、热管理等）	545.2	485.7	352.1	281.7	239.4	208.3	369.7	95.2%
人工	106.7	69.3	38.7	31.0	26.3	22.9	40.7	95.2%
制造费用	176.0	143.4	109.1	87.3	74.2	64.5	114.6	95.2%
铁锂电池系统成本	1320.0	1118.3	831.9	661.6	531.9	464.0	941.9	88.3%
四大材料	395.8	349.2	283.6	220.6	157.1	138.5	366.2	77.4%
正极	192.9	175.9	152.6	119.1	70.2	61.8	202.6	75.3%
负极	52.0	39.7	43.8	41.2	37.7	35.1	54.6	80.2%
电解液	51.8	65.9	44.5	29.1	24.1	21.6	61.6	72.2%
干法隔膜	99.1	67.7	42.7	31.1	25.1	20.1	47.4	90.1%
外壳顶盖	96.3	70.7	48.3	41.0	34.9	29.7	50.7	95.2%
其它材料（BMS、热管理等）	545.2	485.7	352.1	281.7	239.4	208.3	369.7	95.2%
人工	106.7	69.3	38.7	31.0	26.3	22.9	40.7	95.2%
制造费用	176.0	143.4	109.1	87.3	74.2	64.5	114.6	95.2%
注：假设市场的其它材料、人工、制造为宁德时代的1.05倍，正极、负极、电解液、隔膜基膜按市场均价测算，假设涂覆成本与宁德时代相同								

资料来源：GGII，化学与物理储能行业协会，招股说明书，中金公司研究部

4、产能规划合理，资本开支可控

市场当前对于动力锂电国内产能结构性过剩已形成共识，但我们认为产能结构性分化及锂电寡头化趋势下，只有头部企业产能才与需求匹配，而大量无用产能使得行业存在“虚胖”的情况。宁德时代作为行业旗手，当前产能规划位居全球前列，彰显龙头信心。

- 国内产能过剩严重结构分化，优质产能相对紧俏。考虑全球锂电供应寡头化，优质企业产能规划契合市场需求。
- 国内自主产能+合资产能+海外布局三重优质产能扩张，宁德时代2020年规划产能可达94GWh。
- 权益合作互锁份额同时降低资本开支，宁德时代预期产能扩张下的投资现金流可控。

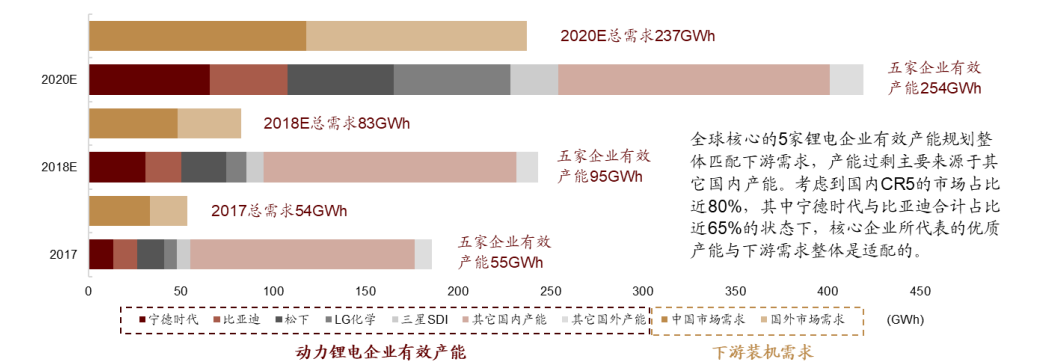
4.1 行业产能结构性分化，优质产能紧俏

国内产能过剩严重结构分化，优质产能供不应求，劣后产能大量过剩。根据GGII数据，我国2017年与2018年底产能可分别达到185GWh与250GWh，按80%/75%的假设有效产能系数折算后，对应我国17年与18年的需求，供需比达近4倍，行业产能严重过剩。考虑当前动力锂电CR5装机占比已近80%，而CR5中的主要四家企业有效产能对应总需求仅小幅过剩（过剩30%-40%，处于合理范围），可以总结得行业产能存在严重的结构性分化，优质产能整体供需比适当，而大量的无效产能则增加了行业乱象。

国外市场产能规划整体合理，全球主要企业的产能规划匹配整体需求，扩张合理。国外当前存量市场空间已经形成寡头垄断，17年及18年的主要企业有效产能对应需求过剩30%-40%，2020年由于宁德时代将开始批量供应海外，整体过剩率会有所提升。

全球供需整体对比来看，主要企业的年有效产能对比年需求量过剩率仅为20%-40%左右，若考虑上销量与需求量间的额外增量，全球的优质锂电供应仅温和过剩。

图表 29：全球主要企业的有效产能同全球锂电需求整体适配，优质产能整体不过剩



资料来源：锂电大数据，第一电动，electrek，InsideEVs，中金公司研究部；注：有效产能为规划产能乘以假设的有效产能系数，17-20E 分别为80%,75%,70%。

4.2 公司规划合理，规模全球领先，现金流健康

国内自有产能+合资产能+海外布局三重扩张。宁德时代一方面通过IPO募投湖西基地产能。另一方面，与上汽合资可预期贡献36GWh产能，与广汽及东风的合资也预期可带来可观的产能。海外布局方面，2018年7月宁德时代拟于德国投资2.4亿欧元设厂。我们预期宁德时代产能规划符合市场需求。

我们预期，宁德时代未来新增自有产能规划同比当前已披露部分相比将审慎增加，合资产能投放加快。

- 公司同国内车企合资步伐加快，该环节需求的产能将进一步由自有转向合资。
- 自有产能未来主要供应合资车企及海外客户，需求清晰，产能规划将审慎有序。
- 受限补贴退坡下全产业链账期拉长的问題，持有资金有序而不盲目扩张自有产能对公司有益。

图表 30: 宁德时代产能投放加速，资本开支可控

	2018E	2019E	2020E	权益占比	
产能					
动力电池年产能增量（GWh）	22.91	25	29	每GWh平均投资额(亿元）	
宁德湖西基地	8	8	8	4.11	100%
宁德湖东基地	1.91	2	0.74	4.11	100%
江苏溧阳基地	1	2	2	10.00	100%
时代上汽溧阳基地	12	12	12	5.56	51%
青海基地	0	1	2.26	12.14	100%
德国图林根基地	0	0	4	1.34	100%
三元前驱体年产能增量(万吨）	1.5	1.5	1.5		
邦普五期	1.5	1.5	1.5	34%	
投资现金支出					
总投资支出(亿元）	121.6	144.1	159.5		
动力电池产能投资	117.4	139.9	155.4		
邦普五期产能投资	4.2	4.2	4.2		
其中					
上汽投资额（假定按权益比例）	32.7	32.7	32.7		
华晨宝马权益投资[1]	8.2	14.3	14.3		
邦普其它权益方	2.7	2.7	2.7		
宁德时代其它融资需求	78.0	94.4	109.8		
宁德时代可融资及自有资金情况(亿元）					
预期经营现金流净额	63.0	89.3	117.3		
假定其它不变下资产负债率达行业[2]平均值59.2%下的债权融资额度，基于2018H1的资产负债表					
可融资额	250				
18H1在手货币资金	178				
18H1可供出售金融资产	17.3				
基于当前充裕的在手现金、低于行业平均的资产负债率与充裕的预期经营现金流，叠加合资及权益合作带来的融资空间，宁德时代未来三年的产能投放所需投资不会对负债率造成冲击					
宁德时代18H2后预期可用资金总量 （无折现加总）	714.9				

[1]:华晨宝马向宁德时代购买8.2亿元产能建设项目(权益投资)，华晨宝马有权在后续宁德时代实施股权融资时，投资不超过28.525亿元。假定后续28.525亿元于19、20年平均投入

[2]:行业可比企业选取国轩高科、亿纬锂能、天能动力、鹏辉能源、欣旺达2018H1负债率。

资料来源：公司公告，第一电动，中金公司研究部

宁德时代当前负债率低于行业平均，在手现金充裕，叠加合资及权益合作带来的资金，完全可覆盖未来产能投资需求。

- 公司 18H1 资产负债率仅 40.8%，远低于行业平均的 59.23%，假定其它项目均不变仅负债增加情况下，负债率上升至行业平均带来可融资额 250 亿元。
- 公司 18H1 在手货币资金 178 亿元，现金储备充裕。
- 公司预期的经营现金流情况良好，叠加合资（上汽、东风、广汽）及权益合作（华晨宝马）带来的资金，产能投资将不会对资产负债表带来显著冲击。

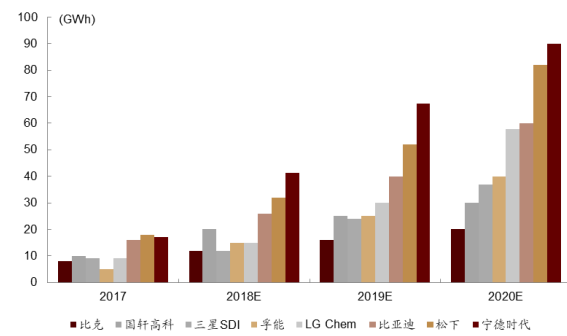
宁德时代当前产能规划全球领先，凸显未来市场信心。全球范围内，已知的产能规划规模上，宁德时代与松下、LG Chem 不相伯仲，均在 80-90GWh 左右，形成第一梯队的供应。

图表 31: 宁德时代产能规划明细

GWh	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
宁德时代	3	8	17	41	67	90
湖西基地	-	-	-	8	16	24
湖东基地	2	6	12	14	16	17
溧阳基地	0	1	3	3	5	7
青海基地	1	1	2	4	6	6
时代上汽-溧阳	-	-	-	12	24	36
时代广汽						未知
德国图林根						未知

资料来源：招股说明书，公司公告，中金公司研究部

图表 32: 宁德时代产能规划全球领先



资料来源：招股说明书，公司公告，第一电动，GGII，中金公司研究部



CICC
中金公司

5、全球市场开启，业绩成长可期

我们对宁德时代 2018E-2020E 的主要盈利构成动力电池及锂电材料业务做出如下预测：

动力电池业务预期 2018E-2020E 营收分别达 215/282/415 亿元，17A-20E CAGR 达 35.6%。主要驱动因素为“国内份额持续上升+海外份额 2020 年启动渗透”，同时销售结构由铁锂全面转向三元，由电池组为主逐步转向电芯为主。

- ▶ 预期 2018E-2020E 销量分别为 21.4/35.2/59.7 GWh，同时销量结构中三元电芯占比不断，18E-20E 占比由 64% 上升至 85%。同时我们认为宁德时代 18E-20E 储能锂电将销售 1.5/2.1/2.9 GWh。
- ▶ 预期宁德时代电芯售价为电池组价格的 80%。

图表 33：宁德时代动力锂电业务分项营收预测

	单位	2017	2018E	2019E	2020E
营收					
锂电业务营收	百万元	16657	21539	28180	41502
三元电池组	百万元	3288	5078	4508	5899
铁锂电池组	百万元	10121	9021	8948	8576
三元电芯	百万元	3060	7139	14425	26741
铁锂电芯	百万元	188	301	298	286
平均售价	元/Wh	1.41	1.00	0.80	0.70
锂电业务营业成本	百万元	10785	14775	19847	30602
直接材料	百万元	9033.0	12488.1	16812.5	26281.2
直接人工	百万元	459.1	599.3	795.1	1132.3
制造费用	百万元	1292.9	1687.8	2239.2	3188.7
分产品类别成本明细					
三元电池组	百万元		3760.9	3424.2	4534.0
三元电芯	百万元		5239.7	10845.3	20582.9
铁锂电池组	百万元		5601.3	5413.2	5323.7
铁锂电芯	百万元		173.3	164.1	161.6
平均成本	元/kWh	910.9	689.3	563.7	513.0
毛利率	%	35.3%	31.4%	29.6%	26.3%
三元电池组	%		25.9%	24.0%	23.1%
三元电芯	%		26.6%	24.8%	23.0%
铁锂电池组	%		37.9%	39.5%	37.9%
铁锂电芯	%		42.4%	45.0%	43.5%

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

锂电材料业务预期 2018E-2020E 营收分别达到 38/66/94 亿元，17A-20E CAGR 达 55.9%。主要驱动因素为公司三元前驱体基本满产满销，受益产能扩张增厚业绩，同时预期其它锂电材料产品增速保持稳定。

- ▶ 预期宁德时代三元前驱体售价为市场均价的 95%，成本为市场平均成本的 90-95%。

图表 34: 宁德时代锂电材料业务营收预测及拆分

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
锂电材料业务营收-成本-毛利率测算						
锂电材料业务营收（百万元）	591	611	2471	3839	6582	9359
三元前驱体		468	1437	2211	4188	6092
其它锂电材料		142	1034	1628	2393	3267
锂电材料业务成本（百万元）	496	447	1804	3010	5273	7629
三元前驱体		343	1049	1821	3526	5244
其它锂电材料		104	755	1189	1747	2385
毛利率	16.2%	26.7%	27.0%	21.6%	19.9%	18.5%
产能及销量						
产能（吨）						
废旧电池处理能力			20000	40000	80000	120000
三元前驱体产能	6800	10500	13500	20000	35000	50000
碳酸锂产能	-	-	-	1000	3000	7000
销量(吨)	9309	11664	30316	43179	67451	92186
三元前驱体	7134	9312	14863	20000	35000	50000
其它锂电材料	2175	2352	15453	23179	32451	42186

资料来源：招股说明书，公司公告，中金公司研究部

宁德时代的净资产收益率将维持较高水平。宁德时代的净资产收益率将从 2018-2025E 逐年增长，总资产收益率维持高于 5%。总资产收益率相对较低主要为产能的资产投入较大。但对于权益投资者，21E 后高于 16% 的净资产收益率具有较好吸引力。

图表 35: 宁德时代 17A-25E 资产收益率情况

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
净利率	19.4%	13.4%	11.9%	10.0%	9.4%	9.1%	8.5%	8.6%	8.6%
净资产收益率	19.3%	12.7%	12.2%	13.0%	14.5%	15.6%	15.7%	16.3%	16.3%
总资产收益率	9.9%	6.4%	5.9%	5.6%	5.6%	5.7%	5.4%	5.4%	5.4%

资料来源：中金公司研究部

我们预期宁德时代 18E-20E 的总营收为 279/375/540 亿元，17A-20E CAGR 为 39.3%。18E-20E 归母净利润为 37.4/44.9/54.0 亿元，17A-20E CAGR 为 11.7%，扣非归母净利润为 31.7/39.6/50.0 亿元。18E-20E 对应 EPS 为 1.71 元/2.04 元/2.46 元。

图表 36: 宁德时代营收及成本预测 (不包含其它类别业务)

百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收						
主营业务营收	5661	14626	19144	26977	36608	53059
YoY(%)		158%	31%	41%	36%	45%
锂电业务营收	4981	13976	16657	21539	28180	41502
YoY(%)		181%	19%	29%	31%	47%
三元电池组	-	-	3288	5078	4508	5899
铁锂电池组	-	-	10121	9021	8948	8576
三元电芯	-	-	3060	7139	14425	26741
铁锂电芯	-	-	188	301	298	286
锂电材料业务营收	591	611	2471	3839	6582	9359
YoY(%)		3%	304%	55%	71%	42%
三元前驱体	-	468	1437	2211	4188	6092
其它产品	-	142	1034	1628	2393	3267
储能业务营收	89	39	16	1598	1847	2197
YoY(%)		-56%	-58%	9615%	16%	19%
营业成本						
总营业成本	3469	8183	12603	18777	26237	39595
YoY(%)		136%	54%	49%	40%	51%
锂电业务营业成本	2919	7709	10785	14775	19847	30602
YoY(%)		164%	40%	37%	34%	54%
直接材料	2294	6261	9033	12488	16812	26281
直接人工	236	472	459	599	795	1132
制造费用	389	977	1293	1688	2239	3189
三元电池组				3761	3424	4534
三元电芯				5240	10845	20583
铁锂电池组				5601	5413	5324
铁锂电芯				173	164	162
锂电材料业务成本	496	447	1804	3010	5273	7629
YoY(%)		-10%	303%	67%	75%	45%
三元前驱体	-	343	1049	1821	3526	5244
其它产品	-	104	755	1189	1747	2385
储能业务成本	55	26	14	992	1117	1364
YoY(%)		-53%	-44%	6775%	13%	22%
毛利-毛利率						
主营业务毛利	2192	6443	6541	8200	10371	13463
主营业务毛利率	38.7%	44.1%	34.2%	30.4%	28.3%	25.4%
动力电池业务毛利	2062	6266	5872	6764	8333	10900
动力电池业务毛利率	41.4%	44.8%	35.3%	31.4%	29.6%	26.3%
锂电材料业务毛利	96	164	667	830	1308	1730
锂电材料业务毛利率	16.2%	26.8%	27.0%	21.6%	19.9%	18.5%
储能业务毛利	35	13	2	606	730	833
储能业务毛利率	38.7%	34.3%	12.3%	37.9%	39.5%	37.9%
净利-净利率						
归母净利润	930.6	3021.9	3878.0	3743.1	4485.6	5400.2
净利率	16.3%	20.3%	19.4%	13.4%	11.9%	10.0%

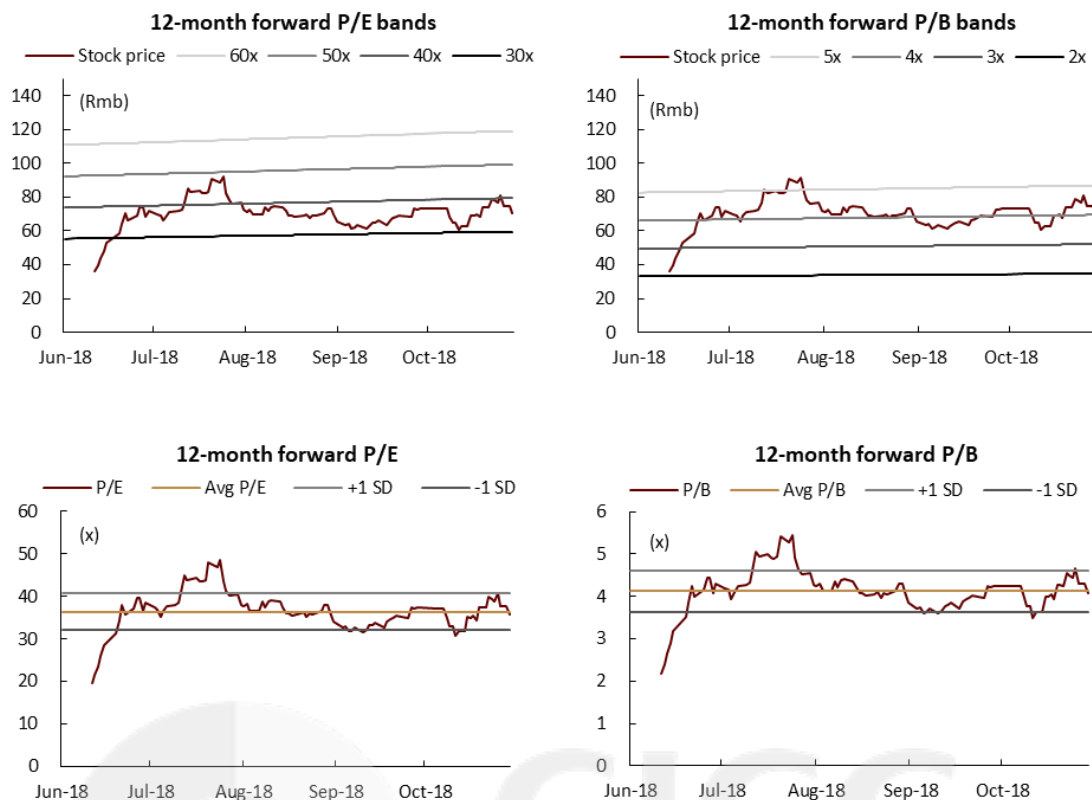
资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 37: 宁德时代盈利预测总表

单位 (人民币百万)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表							
主营业务收入	867	5,703	14,879	19,997	27,872	37,548	54,046
主营业务成本	-644	-3,499	-8,377	-12,740	-18,936	-26,404	-39,770
毛利	223	2,204	6,502	7,257	8,937	11,144	14,276
营业费用	-43	-331	-632	-796	-1,115	-1,502	-1,621
管理费用	-152	-621	-2,152	-2,956	-3,205	-3,755	-4,864
财务费用	-25	-109	-80	-42	-62	-183	-441
资产减值损失	-3	-59	-234	-245	-139	-151	-270
营业利润	16	1,046	3,212	4,832	4,931	5,974	7,270
投资收益	16	1	76	1,344	300	300	300
税前利润	62	1,100	3,400	4,848	4,941	5,984	7,280
所得税	-7	-149	-482	-654	-667	-808	-983
少数股东损益	-1	-20	-67	-316	-531	-690	-897
净利润	54	931	2,852	3,878	3,743	4,486	5,400
现金流量表							
净利润	54	931	2,852	3,878	3,743	4,486	5,400
折旧和摊销	67	192	784	1,381	2,560	3,294	3,963
营运资本的增加	0	-479	-413	-214	-738	122	763
经营活动现金流净额	-139	665	2,109	2,341	6,298	8,926	11,734
资本支出	-301	-1,554	-2,801	-7,180	-14,812	-16,165	-17,545
投资活动现金流净额	-1,273	-641	-12,428	-7,636	-14,844	-16,165	-17,545
股权融资	0	150	11,124	5,010	6,000	0	0
融资活动现金流净额	1,466	440	10,971	8,933	6,308	1,746	1,681
现金及现金等价物增加额	48	462	650	3,624	-2,238	-5,493	-4,131
资产负债表							
货币资金	54	516	1,166	4,790	2,552	-2,941	-7,072
应收账款	372	2,394	7,316	6,919	10,661	14,362	20,672
存货	312	1,042	1,360	3,418	5,350	7,460	11,236
流动资产合计	1,893	5,504	21,761	33,033	38,824	42,031	52,929
长期投资	227	0	170	791	823	823	823
固定资产	417	1,788	4,954	11,194	23,598	36,597	50,289
非流动资产合计	982	3,168	6,827	16,630	28,914	41,785	55,367
总资产	2,875	8,673	28,588	49,663	67,738	83,816	108,296
短期借款	197	577	1,227	2,245	1,227	1,227	1,227
应付账款	385	1,472	3,173	4,978	7,425	10,390	15,704
流动负债合计	936	5,349	10,183	17,890	23,937	32,911	48,971
长期借款	0	0	302	2,129	3,883	5,812	7,934
非流动负债合计	1,603	1,795	2,586	5,233	6,986	8,915	11,037
股东权益	257	1,254	15,489	24,701	34,445	38,930	44,330

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 38: P/E 和 P/B



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 39: 可比公司估值表

公司	股票代码	货币	股价	市值	净利润 (百万)			P/E			净资产 (百万)			P/B			ROE	
			2018/10/29	(十亿)	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2018E	2019E
锂电池																		
国轩高科	002074.SZ	RMB	12.05	13.7	838	866	999	16.3	15.8	13.7	8,230	8,982	9,864	1.7	1.5	1.4	10.1%	10.6%
天能动力	0819.HK	HKD	5.98	6.7	1,178	1,375	1,712	5.7	4.9	3.9	4,879	5,887	7,186	1.4	1.1	0.9	25.5%	26.2%
宁德时代	300750.SZ	RMB	70.76	155.3	3,878	3,743	4,486	40.1	41.5	34.6	24,701	34,445	38,930	6.3	4.5	4.0	12.7%	12.2%
比亚迪	002594.SZ	RMB	47.38	129.3	4,066	3,455	4,707	31.8	37.4	27.5	103,384	56,180	60,818	1.3	2.3	2.1	4.3%	8.0%
亿纬锂能	300014.SZ	RMB	11.60	9.9	403	488	636	24.6	20.3	15.6	3,082	3,541	4,082	3.2	2.8	2.4	14.7%	16.7%
东方精工	002611.SZ	RMB	4.21	7.7	490	645	869	15.8	12.0	8.9	7,671	8,311	9,193	1.0	0.9	0.8	8.1%	9.9%
坚瑞沃能	300116.SZ	RMB	1.55	3.8	-3,684	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,137	n.a.	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
威飞集成	002190.SZ	RMB	15.47	5.5	-108	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,670	n.a.	n.a.	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
鹏辉能源	300438.SZ	RMB	15.29	4.3	251	366	455	17.1	11.7	9.4	2,013	2,349	2,776	2.1	1.8	1.5	16.8%	17.8%
平均值								21.6	20.5	16.2				2.4	2.1	1.9	13.2%	14.5%
中位数								17.1	15.8	13.7				1.7	1.8	1.5	12.7%	12.2%

注：黄色部分为中金公司覆盖公司，其他采用万得一致预期。

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

风险提示

新能源车销售不及预期，中国市场份额不及预期，动力电池价格大幅高于原料价格下降幅度。

- ▶ 新能源车产销，尤其是乘用车产销趋势，是中游锂电企业成长的核心驱动力，若整体市场的电动化趋势不及预期，将对公司的成长性造成较大影响。
- ▶ 国内市场份额受核心供应车企产销影响不及预期，外资电池企业重回中国稀释份额等影响有所下降，将对公司的业绩造成较大影响。
- ▶ 动力电池持续降价，若四大材料价格无法稳定下降，导致动力电池价格下降幅度高过原料下降幅度，将挤压公司毛利空间，对公司业绩造成不良影响。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣、张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518000
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司