

宁德时代

主业坚实量稳毛利率回升，储能及其他业务高增，1H20 略超预期

业绩回顾

1H20 业绩略超出我们预期

公司 1H20 营收 188.3 亿元，同降 7%，归母净利 19.4 亿元，同降 8%，扣非归母净利 13.8 亿元，同降 24%。受益二季度排产大幅回升产销恢复下动力毛利率回升营收企稳，储能及其他业务（主要是技术授权及废旧电池/材料销售）高增长，业绩表现略超预期。其中 2Q20 公司营收 98 亿元，同降 5%，归母净利 12 亿元，同增 13%，扣非归母净利 9.5 亿元，同增 5%。

发展趋势

动力电池 2Q20 产能利用率大幅回升及四大材料成本下降下，毛利率好转，控本强劲，实际销量或超预期。

成本层面：行业 1H20 三元/铁锂价格较 2019 年末下降 3%/9%下，公司 1H20 产能利用率仅 53%下毛利率仅环比下降 1.0%，显示强劲的控本能力。我们认为 1Q20 受极低的产能利用率影响大幅拖累毛利率，2Q20 产能利用率或爬升至 70%以上，叠加四大材料降价，毛利率修复显著，拉动整体盈利能力回升。

价格及销量层面：1H20 公司全球装机量约 10GWh，三元占 67%，铁锂占 33%。我们认为考虑向欧洲运输的船期及下游渠道库存备货，测算公司实际销量可达 14.3GWh，产销率维持高位，平均单价约 0.95 元/Wh，受益出口存在更高溢价，较 2H19 价格基本持平。

储能业务海外全面启动，看好持续高增长。其他业务增长较好，贡献利润增量。储能业务 1H20 公司实现首个海外项目并网，1H20 储能收入达 5.7 亿元，接近去年全年。我们预期 3-5 年时间内海外储能需求将维持高增长且具备较好盈利能力，公司有望进一步提升海外市场份额。其他业务 1H20 收入 35.5 亿元，同增 3 倍，2017-2019 年公司其他业务毛利率整体较好，我们预期 1H20 贡献一定利润增量。

电池技术公司引领 NCM811 与大模组/CTP，研发维持高投入。公司 1H20 NCM811 电池测算装机占其三元装机量稳定于 25-30%，同时我们预期后续向欧洲大众 MEB、宝马等客户供应将带来 NCM811 放量。此外公司也引领了国内大模组及 CTP 技术，形成电化体系与结构创新的双轨领先。

现金流持续强劲，在手现金充沛。行业需求进一步启动下，我们看好 4Q20-2021 年大规模扩产启动，同时 191 亿元产业链上下游投资有望进一步巩固供应链成本优质，并带来后续投资收益。

盈利预测与估值

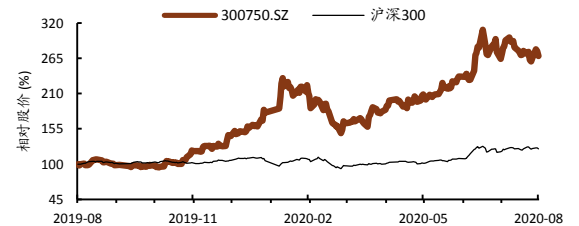
我们暂时维持公司 2020/2021e 归母净利 52.52/73.03 亿元预期，2025e 218.05 亿预期，目标价 230 元。目标价对应 2025E 0.71x PEG（按 2020-2025E CAGR）与 2025E 23xP/E，当前股价对应 2025E 0.6x PEG 与 2025E 20x P/E。有 18.3% 的上行空间，维持跑赢行业评级。

风险

全球市场份额不及预期，动力电池价格下降大幅超预期。

维持跑赢行业

股票代码	300750.SZ
评级	跑赢行业
最新收盘价	人民币 194.40
目标价	人民币 230.00
52 周最高价/最低价	人民币 224.29~68.28
总市值(亿)	人民币 4,528
30 日日均成交额(百万)	人民币 3,422.78
发行股数(百万)	2,329
其中：自由流通股(%)	53
30 日日均成交量(百万股)	17.00
主营行业	工业



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	29,611	45,788	47,122	61,093
增速	48.1%	54.6%	2.9%	29.6%
归属母公司净利润	3,387	4,560	5,252	7,303
增速	-12.7%	34.6%	15.2%	39.0%
每股净利润	1.53	2.07	2.38	3.31
每股净资产	14.92	17.28	19.66	22.97
每股股利	0.14	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	5.13	6.10	5.90	8.91
市盈率	126.7	94.1	81.7	58.8
市净率	13.0	11.3	9.9	8.5
EV/EBITDA	59.5	39.2	39.6	32.8
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	5.5%	5.2%	5.0%	6.2%
平均净资产收益率	11.8%	12.8%	12.9%	15.5%

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

赵宇辰

联系人

yuchen.zhao@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080119050029

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

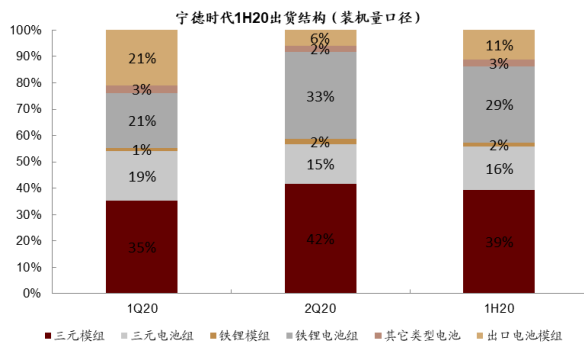
财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	29,611	45,788	47,122	61,093	营业收入	48.1%	54.6%	2.9%	29.6%
营业成本	19,902	32,483	34,506	44,864	营业利润	-13.7%	38.2%	8.3%	40.4%
税金及附加	171	272	226	293	EBITDA	43.7%	52.0%	-2.2%	18.2%
营业费用	1,379	2,157	2,120	2,627	净利润	-12.7%	34.6%	15.2%	39.0%
管理费用	1,591	1,833	1,885	2,444	盈利能力				
财务费用	-280	-782	-861	-1,145	毛利率	32.2%	28.5%	26.3%	26.1%
其他	1,705	2,397	2,488	3,336	营业利润率	14.1%	12.6%	13.2%	14.3%
营业利润	4,168	5,759	6,235	8,751	EBITDA 利润率	23.2%	22.8%	21.7%	19.8%
营业外收支	36	2	0	0	净利率	11.4%	10.0%	11.1%	12.0%
利润总额	4,205	5,761	6,235	8,751	偿债能力				
所得税	469	748	873	1,225	流动比率	1.73	1.57	1.63	1.52
少数股东损益	349	452	110	223	速动比率	1.51	1.32	1.32	1.26
归属母公司净利润	3,387	4,560	5,252	7,303	现金比率	0.89	0.71	0.80	0.77
EBITDA	6,882	10,461	10,227	12,093	资产负债率	52.4%	58.4%	56.1%	57.0%
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	27,731	32,270	36,684	45,075	回报率分析				
应收账款及票据	15,968	17,988	15,257	18,157	总资产收益率	5.5%	5.2%	5.0%	6.2%
预付款项	865	538	572	743	净资产收益率	11.8%	12.8%	12.9%	15.5%
存货	7,076	11,481	14,283	15,089	每股指标				
其他流动资产	2,272	9,418	8,162	9,556	每股净利润 (元)	1.53	2.07	2.38	3.31
流动资产合计	53,911	71,695	74,956	88,620	每股净资产 (元)	14.92	17.28	19.66	22.97
固定资产及在建工程	13,199	19,414	23,465	29,918	每股股利 (元)	0.14	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	6,774	10,243	9,919	9,686	每股经营现金流 (元)	5.13	6.10	5.90	8.91
非流动资产合计	19,972	29,657	33,384	39,604	估值分析				
资产合计	73,884	101,352	108,341	128,225	市盈率	126.7	94.1	81.7	58.8
短期借款	2,109	3,203	1,063	0	市净率	13.0	11.3	9.9	8.5
应付账款及票据	18,898	28,112	29,911	38,950	EV/EBITDA	59.5	39.2	39.6	32.8
其他流动负债	10,078	14,292	14,960	19,341	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动负债合计	31,085	45,607	45,934	58,291					
长期借款和应付债券	3,491	6,489	7,789	7,789					
其他非流动负债	4,108	7,068	7,068	7,068					
非流动负债合计	7,599	13,557	14,857	14,857					
负债合计	38,684	59,164	60,790	73,148					
归母所有者权益	32,938	38,135	43,387	50,690					
少数股东权益	2,262	4,053	4,163	4,387					
负债及股东权益合计	73,884	101,352	108,341	128,225					
现金流量表									
净利润	3,387	4,560	5,252	7,303					
折旧和摊销	2,304	4,409	4,905	5,137					
营运资本变动	4,169	3,285	1,708	8,224					
其他	1,456	1,217	1,158	-1,000					
经营活动现金流	11,316	13,472	13,023	19,664					
资本开支	-6,629	-9,627	-8,630	-11,355					
其他	-12,858	11,483	0	0					
投资活动现金流	-19,488	1,856	-8,630	-11,355					
股权融资	6,166	496	0	0					
银行借款	861	4,092	-840	-1,063					
其他	16	-420	861	1,145					
筹资活动现金流	7,043	4,168	21	82					
汇率变动对现金的影响	27	15	0	0					
现金净增加额	-1,101	19,511	4,414	8,391					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

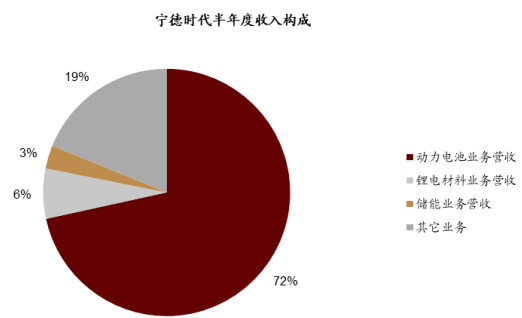
宁德时代是全球领先的动力电池系统提供商，成立于 2011 年末，是中国最早进入宝马供应体系的电池企业。核心竞争优势在于扎实的研发，高产品品质及低成本。宁德时代 2018-2019 年动力锂电销售量为全球之首，2019 中国装机市场份额达 52%。当前加速导入国际供应体系，有望稳定位居全球动力锂电龙头。其它主营业务包括锂电回收及储能，我们认为将受益于 2020 年后锂电退役潮的到来。

图表 1: 宁德时代 1Q/2Q20 装机量构成



资料来源：GGII，公司公告，中金公司研究部

图表 2: 1H20 宁德时代收入构成



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3: 宁德时代年度及半年度业绩情况一览

百万元	2015	2016	2017	2018	2019	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20
营收												
总营收	5,703	14,879	19,997	29,611	45,788	6,295	13,702	9,360	20,252	20,264	25,524	18,829
YoY		161%	34%	48%	55%			49%	48%	117%	26%	-7%
主营业务营收												
YoY (%)		158%	31%	49%	52%			47%	50%	116%	23%	-21%
动力电池业务营收	4,981	13,976	16,657	24,515	38,584	5,327	11,330	7,188	17,328	16,892	21,692	13,478
YoY (%)		181%	19%	47%	57%			35%	53%	135%	25%	-20%
锂电材料业务营收	591	611	2,471	3,861	4,305	782	1,689	1,747	2,113	2,309	1,996	1,235
YoY (%)		3%	304%	56%	12%			124%	25%	32%	-6%	-47%
储能业务营收	89	39	16	189	610	5	12	51	138	240	370	567
YoY (%)		-56%	-58%	1052%	222%			1025%	1062%	370%	167%	136%
其它业务	42	253	853	1,046	2,289	181	672	374	672	823	1,466	3,550
YoY (%)		503%	237%	23%	119%			106%	0%	120%	118%	331%
电池产量 (GWh)												
动力电池销量 (GWh)	2	7	12	21	40							15
动力电池装机量 (GWh)	2	6	11	24	33							14
装机量/销量	110%	93%	89%	111%	82%							70%
储能电池销量 (GWh)			0.13	0.71								
动力电池平均单价 (元/Wh)	2.25	2.05	1.41	1.16	0.96							0.95
储能电池平均单价 (元/Wh)				1.46	0.86							
毛利及毛利率												
总毛利	2,204	6,502	7,257	9,709	13,305	2,360	4,897	2,928	6,781	6,037	7,268	5,112
毛利率	39%	44%	36%	33%	29%	37%	36%	31%	33%	30%	28%	27%
主营业务毛利率												
YoY (%)		38.7%	44.1%	34.2%	32.5%			30.4%	33.5%	29.3%	27.3%	26.3%
动力电池业务毛利率	41.4%	44.8%	35.3%	34.1%	28.5%	37.0%	34.4%	32.7%	34.7%	28.9%	28.1%	26.5%
锂电材料业务毛利率	16.2%	26.8%	27.0%	23.1%	24.4%	33.3%	24.1%	22.0%	23.9%	24.8%	23.9%	19.6%
储能业务毛利率	38.7%	34.3%	12.3%	19.0%	37.9%	24.1%	7.7%	-3.1%	27.2%			35.0%
其它业务毛利率	27.8%	23.2%	83.9%	40.5%	45.7%	69.1%	87.9%	52.8%	33.6%	55.2%	37.6%	31.0%
净利												
归母净利	930.6	3021.9	3878.0	3387.0	4560.3	1856.9	2,021	911.0	2,476	2102.4	2,458	1,937
净利率	16.3%	20.3%	19.4%	11.4%	10.0%	29.5%	14.7%	9.7%	12.2%	10.4%	9.6%	10.3%
扣非净利	880.1	2786.5	2375.7	3128.3	3881	556	1,819	697	2,431	1819	2,062	1,377
扣非净利率	15%	19%	12%	11%	8%	9%	13%	7%	12%	9%	8%	7%

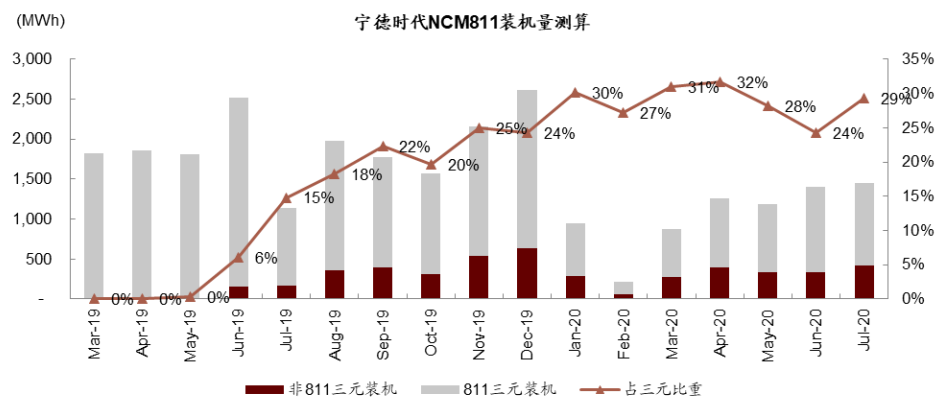
资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部；注：红色为中金假设值

图表 4：宁德时代年度及半年度业绩情况一览

(人民币百万元)	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	4Q19	2019A	1Q20	2Q20	1H20	1Q20-YoY	2Q20-YoY	1H20-YoY
营业收入	9,982	10,282	20,264	12,592	-7,332	45,788	9,031	9,799	18,829	-10%	-5%	-7%
营业成本	7,116	7,111	14,227	9,075	-5,045	32,483	6,765	6,952	13,717	-5%	-2%	-4%
毛利	2,866	3,171	6,037	3,517	-2,286	13,305	2,266	2,846	5,112	-21%	-10%	-15%
税金及附加	87	31	118	84	-47	272.2	54	47	101	-38%	52%	-14%
销售费用	401	403	804	673	-125	2,156.6	353	440	792	-12%	9%	-1%
管理费用	525	537	1,062	567	-858	1,832.7	413	397	810	-21%	-26%	-24%
研发费用	749	665	1,413	843	-677	2,992.1	639	660	1,298	-15%	-1%	-8%
财务费用	-110	-318	-428	-205	279	-781.6	-140	-262	-402	26%	-17%	-6%
资产减值损失	36	385	422	131	695	1,670.01	-106	-355	-460	-392%	-192%	-209%
其他收益	140	180	320	224	-218	646.4	325	336	661	132%	86%	106%
投资收益	17	-63	-46	-17	29	-79.6	-348	-58	-406	-2172%	-7%	785%
营业利润	1,321	1,491	2,813	1,634	-1,500	5,759	1,106	1,488	2,594	-16%	0%	-8%
利润总额	1,322	1,483	2,805	1,653	-1,502	5,761	1,097	1,239	2,336	-17%	-16%	-17%
归母净利润	1,047	1,055	2,102	1,362	-1,006	4,560	742	1,195	1,937	-29%	13%	-8%
扣非净利润	916	903	1,819	1,146	-902	3,881	428	948	1,377	-53%	5%	-24%
毛利率	28.7%	30.8%	29.8%	27.9%	31.2%	29.1%	25.1%	29.0%	27.2%	-3.6ppt	-1.8ppt	-2.6ppt
销售费用率	4.0%	3.9%	4.0%	5.3%	1.7%	4.7%	3.9%	4.5%	4.2%	-0.1ppt	0.6ppt	0.2ppt
管理费用率	5.3%	5.2%	5.2%	4.5%	11.7%	4.0%	4.6%	4.1%	4.3%	-0.7ppt	-1.2ppt	-0.9ppt
研发费用率	7.5%	6.5%	7.0%	6.7%	9.2%	6.5%	7.1%	6.7%	6.9%	-0.4ppt	0.3ppt	-0.1ppt
财务费用率	-1.1%	-3.1%	-2.1%	-1.6%	-3.8%	-1.7%	-1.5%	-2.7%	-2.1%	-0.4ppt	0.4ppt	0ppt
期间费用率合计	15.7%	12.5%	14.1%	14.9%	18.8%	13.5%	14.0%	12.6%	13.3%	-1.7ppt	0.1ppt	-0.8ppt
营业利润率	13.2%	14.5%	13.9%	13.0%	20.5%	12.6%	12.2%	15.2%	13.8%	-1ppt	0.7ppt	-0.1ppt
净利率	10.5%	10.3%	10.4%	10.8%	13.7%	10.0%	8.2%	12.2%	10.3%	-2.3ppt	1.9ppt	-0.1ppt
扣非净利率	9.2%	8.8%	9.0%	9.1%	12.3%	8.5%	4.7%	9.7%	7.3%	-4.4ppt	0.9ppt	-1.7ppt
国内装机量 (MWh)												
总装机量	5,492.7	8,354.3	13,847.0	7,747.0	-2,576.0	32,865.0	2,817.0	6,038.6	8,855.6	-49%	-28%	-36%
三元模组	2,705.9	4,502.5	7,208.4	3,425.1	-3,302.1	14,539.8	1,253.5	2,677.4	3,930.9	-54%	-41%	-45%
三元电池组	1,217.3	1,314.3	2,531.5	1,205.1	-786.9	5,481.3	677.4	957.0	1,634.4	-44%	-27%	-35%
三元合计	3,923.2	5,816.8	9,740.0	4,630.2	-4,089.0	20,021.1	1,930.9	3,634.4	5,565.3	-51%	-38%	-43%
铁锂模组	17.5	171.2	188.7	157.4	80.4	615.2	35.1	124.8	159.8	100%	-27%	-15%
铁锂电池组	1,244.9	2,001.6	3,246.5	2,695.2	1,498.2	10,686.5	747.7	2,127.2	2,875.0	-40%	6%	-11%
铁锂合计	1,262.4	2,172.8	3,435.2	2,852.6	1,578.7	11,301.7	782.8	2,252.0	3,034.8	-38%	4%	-12%
其它模组	307.2	364.7	671.9	264.2	-65.6	1,542.2	103.3	152.2	255.5	-66%	-58%	-62%
其它电池组												
其它电池合计	307.2	364.7	671.9	264.2	-65.6	1,542.2	103.3	152.2	255.5	-66%	-58%	-62%
市场份额	44.6%	47.2%	46.1%	63.9%	25.9%	52.8%	49.6%	51.1%	50.6%	5ppt	3.9ppt	4.5ppt
三元份额	45%	51%	48%	65%	41%	53.4%	46%	45%	45%	0.9ppt	-6.1ppt	-3.2ppt
铁锂及其他份额	44%	40%	42%	63%	-2260%	52.0%	60%	65%	63%	16.3ppt	24.3ppt	21.8ppt
全市场装机量	12,315.1	17,702.3	30,017.4	12,119.7	-9,951.6	62,202.9	5,681.7	11,820.4	17,502.0	-54%	-33%	-42%
三元装机-市场	8,708.3	11,414.3	20,122.6	7,147.8	-9,884.6	37,508.3	4,200.7	8,102.2	12,302.9	-52%	-29%	-39%
铁锂及其他-市场	3,606.8	6,288.0	9,894.8	4,972.0	-67.0	24,694.6	1,480.9	3,718.2	5,199.1	-59%	-41%	-47%
海外装机量 (MWh)												
三元模组-装机量							745.2	377.54	1,122.7			

资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部；注：红色为中金假设值

图表 5：宁德时代 NCM811 装机占其三元装机比重 2020 年来约 25-30%



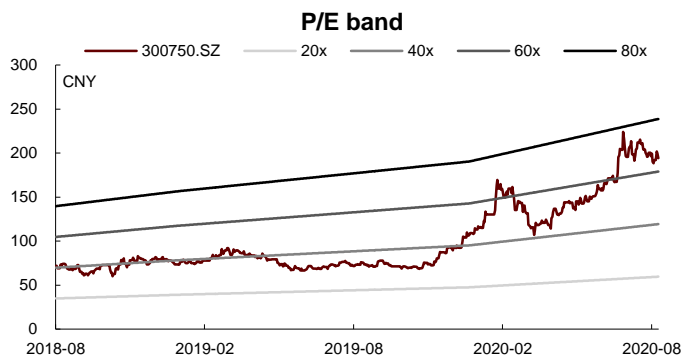
资料来源：GGII，中金公司研究部；注：NCM811 按电芯单体能量密度进行统计，存在统计不完全或存在误差的情况

图表6：宁德时代公告规划统计汇总

产能所在地	规划投资额 (亿元)	规模 (GWh)	单GWh投资额 (亿元)	规划时间	进度	来源
湖东		15			已完成	GGII
青海		7.5			已完成	环评文件
江苏时代一二期	100	10	10.0	2016	在建	环评文件
湖西	98.6	24	4.1	2018	在建	招股书
时代上汽-溧阳 (一期)	100	18	5.6	2018	在建	http://auto.ifeng.com
时代一汽-霞浦	44	10	4.4	2019	在建	环评文件
时代广汽	46.26	14	3.3 (预期)	2019	在建	公司公告
德国	141	28	5 (预期)	2019	在建	公司公告
湖西扩产	46.24	16	2.9	2020	拟建	增发说明书
江苏时代三期	74	24	3.1	2020	拟建	增发说明书
宁德车里湾	100	30	3.3 (预期)	2020	拟建	公司公告
四川时代一期	40	12	3.3	2020	拟建	增发说明书
时代吉利	80	24.2	3.3 (预期)	2020	拟建	公司公告
上市以来规划新增投资规模	870.1	总投产产能合计(GWh)	232.9			
预期实际投资规模	751.5					

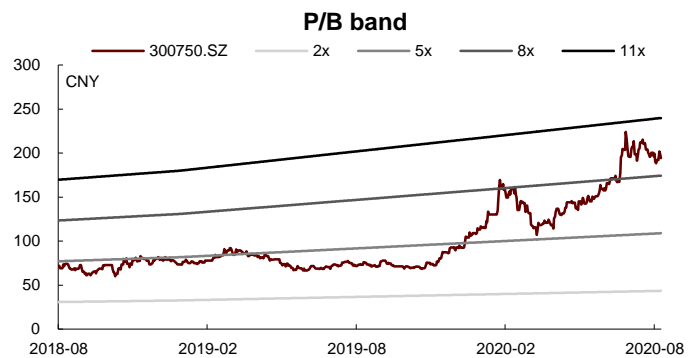
资料来源：公司公告，GGII，第一电动，中金公司研究部

图表7：历史P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表8：历史P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表9：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	目标价	收盘价 08-26	市值(百 万元)	营业收入 (财报货币 百 万)		净利润 (财报货币 百 万)		市盈率		净资产收益率(%)		EV/EBITDA	
						2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
300750.SZ	宁德时代*	CNY	230.00	194.40	452,850	47,122	61,093	5,252	7,303	81.7	58.8	12.9	15.5	39.6	32.8
002812.SZ	恩捷股份*	CNY	100.00	79.35	63,906	3,832	4,974	1,173	1,505	54.5	42.5	23.2	24.4	36.4	29.2
603659.SH	璞泰来*	CNY	113.00	97.74	42,538	5,411	7,412	758	1,055	56.1	40.3	20.5	24.1	39.7	28.9
300073.SZ	当升科技*	CNY	47.00	38.02	16,604	3,153	4,293	231	455	71.8	36.5	7.4	13.2	44.3	24.6
688005.SH	容百科技*	CNY	38.00	27.52	12,199	4,544	7,003	186	411	65.7	29.7	4.2	8.9	30.1	18.5
002709.SZ	天赐材料*	CNY	57.00	39.95	21,818	4,383	5,802	713	779	30.6	28.0	22.8	20.4	18.2	16.0
300037.SZ	新宙邦*	CNY	68.00	55.20	22,676	3,235	3,620	475	570	47.7	39.8	13.8	14.5	33.7	28.5
300450.SZ	先导智能*	CNY	56.80	44.97	39,639	4,810	6,917	822	1,284	48.2	30.9	17.8	23.2	38.9	25.0
600885.SH	宏发股份*	CNY	55.00	46.50	34,631	7,238	8,485	753	879	46.0	39.4	14.5	15.2	21.5	18.4
600580.SH	卧龙电驱*	CNY	15.00	12.79	16,729	11,923	13,044	876	1,024	19.0	16.3	11.9	12.7	10.9	9.4

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。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。

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。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

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

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。

V190624
编辑：樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街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

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

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

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

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: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

