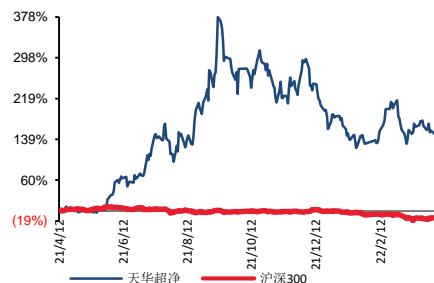




电子 其他电子II

锂盐龙头扩产加速，包销充足原料有保障

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	588/428
总市值/流通(百万元)	41,279/30,026
12 个月最高/最低(元)	136.09/27.67

相关研究报告:

证券分析师: 李帅华

电话: 010-88695231

E-MAIL: lish@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521070002

报告摘要

受益于锂盐高价，公司营收、净利润实现高增长。2021年公司实现营业收入33.98亿元，同比增加158.73%，归母净利润9.11亿元，同比增长218.44%。公司锂电池材料业务实现营收23.15亿元，实现从无到有的突破。2022Q1业绩预计归母净利润为14.5-16亿元，同步增长892%-995%，主要得益于锂盐行业高景气，以及公司二期产能投产。公司2025年权益产能14.5万吨氢氧化锂和1万吨碳酸锂产能，打造全球锂盐龙头。2018年公司与宁德时代等企业合资设立天宜锂业，一期2万吨电池级氢氧化锂项目于2020年12月投产，二期2.5万吨电池级氢氧化锂项目于2021年12月投产。同时公司继续在宜宾市江安县、眉山市甘眉工业园区建设5万吨、6万吨氢氧化锂产能。2022年1月，公司与宁德时代拟成立合资公司投建10万吨碳酸锂冶炼项目，公司持股10%。预计到2025年有望公司权益产能14.5万吨氢氧化锂和1万吨碳酸锂产能。

公司锂精矿来料保障将提升至98-101万吨，基本覆盖规划16万吨氢氧化锂产能。(1)2021年9月天华超净实控人裴振华控制的苏州天华时代以2.4亿美元取得Manono项目24%的股权，Manono矿山未来规划产能160万吨，届时公司将获得80万吨包销权。(2)2021年3月天宜锂业与澳洲Pilbara公司签署《锂精矿销售补充协议》，2022年至2024年包销量提升至11.5万吨，另外协议可延长5年时间。(3)2020年10月，天宜锂业与巴西AMG矿业公司签署锂辉石精矿长期协议，AMG从2021年至2023年销售给天宜锂业6-9万吨锂辉石精矿，2021年1月公司又包销了AMG未来5年内全部新增产能(至少20万吨)，且协议可再次延长5年。公司合计锂精矿包销量为98-101万吨，基本覆盖规划的锂盐产能。

给予“增持”投资评级。未来3年公司锂盐产能快速投放，发展进入快车道，预计2022-2024年营收为124.3/173.0/232.2亿元，归母净利润为36.8/54.2/54.5亿元，对应EPS为6.31/9.30/9.36元，对应PE为11.1/7.5/7.5倍。对比当前锂盐企业的估值，给予2023年10倍估值，对应股价为93元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：锂价波动下，游新能源需求不及预期，Manono项目建设进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3398	12427	17295	23224
(+/-%)	158.80	265.72	39.17	34.28
净利润(百万元)	911	3678	5423	5453
(+/-)	2.18	3.04	0.47	0.01
摊薄每股收益(元)	1.59	6.31	9.30	9.36
市盈率(PE)	50.94	11.12	7.54	7.50

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 全球氢氧化锂龙头，持续受益行业高景气	4
1. 绑定宁德切入锂盐，进入发展快车道	4
2. 受益于行业高景气度，公司业绩高速增长	6
二、 参股+包销，原材料长期供应有保障	8
三、 扩产加速，预计 2025 年锂盐权益产能 15.5 万吨	10
四、 风险提示	11

图表目录

图表 1: 天华超净的产品	4
图表 2: 天华超净的发展历程	5
图表 3: 天华超净的股权结构	5
图表 4: 天华超净营收情况 (亿元)	6
图表 5: 天华超净归母净利润情况 (亿元)	6
图表 6: 天华超净毛利率、净利率	7
图表 7: 天华超净分产品毛利率情况	7
图表 8: 天华超净分产品营收情况 (亿元)	7
图表 9: 天华超净分产品毛利占比情况	7
图表 10: AVZ MINERALS 股东排名 (2022 年 2 月 28 日)	8
图表 11: MANONO 项目最新股权结构图	9
图表 12: 天华超净的包销权情况	9
图表 13: 新能源锂电材料投资项目概览	10
图表 14: 天华超净未来扩产计划 (万吨)	11
图表 15: 天华超净分产品权益产能情况 (万吨)	11

一、全球氢氧化锂龙头，持续受益行业高景气

1. 绑定宁德切入锂盐，进入发展快车道

公司最初专注于防静电超净业务，后进入医疗器械领域。1997年公司前身天华有限公司成立。2003年公司与苏州大学联合成立纺织新材料研发中心。2006年无尘擦拭布及离子风机产品获江苏省火炬计划项目；离子风机产品获江苏省高新技术产品认定。2010年公司收购仕通电子，进入无尘电子保护膜领域。2014公司在创业板成功上市。同年，江苏省院士工作站和江苏省（天华）防静电超净工程技术研究中心成立。2015年公司收购宇寿医疗100%股权，进入医疗器械领域。

图表 1：天华超净的产品

分类	产品	图片
防静电超净产品	人体防护系统	
	环境防护系统	
	制程防护系统	
电子功能材料	模切产品	
	热压缓冲材	
医用级防护产品	防护服	
	隔离衣	
	防护口罩	
锂电新材料	氢氧化锂	

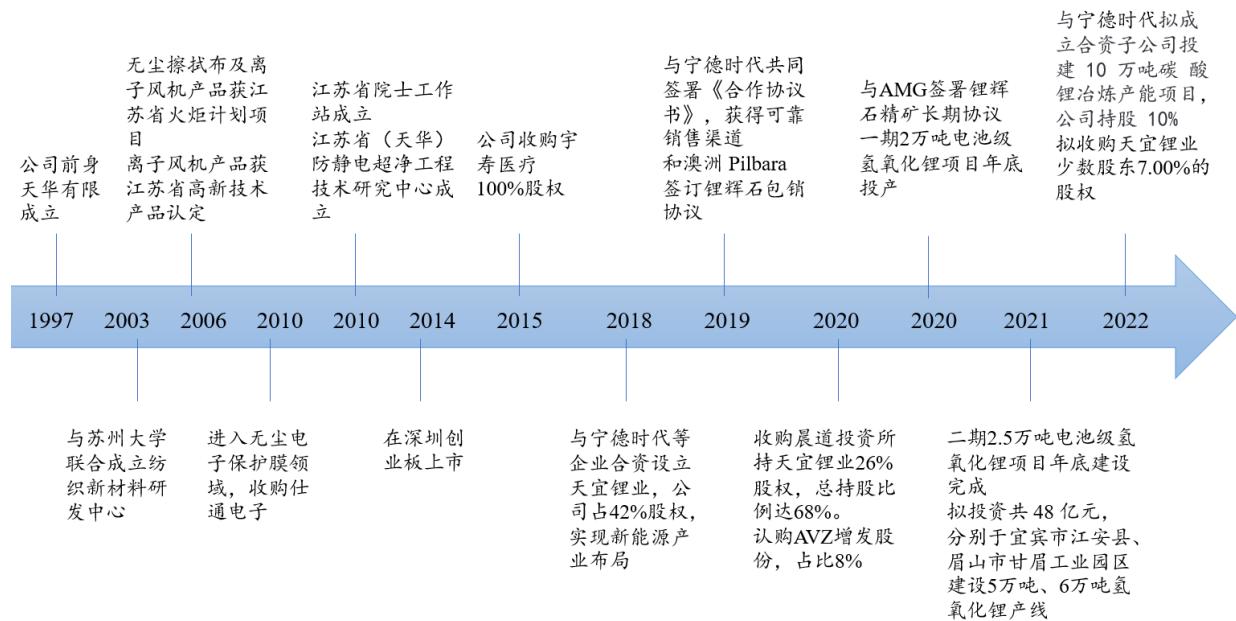
资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

2018年起，公司快速扩展锂电材料业务，预计到2024年将达16万吨电池级氢氧化锂产能，成为全球氢氧化锂龙头生产商。2018年公司与宁德时代等企业合资设立天宜锂业，公司占42%股权，实现新能源产业布局。2019年公司与宁德时代共同签署《合作协议书》，获得可靠销售渠道建设。2020年公司收购晨道投资所持天宜锂业26%股权，总持股比例达68%。同年，公司认购AVZ增发股份，占比8%。

2020年12月，一期2万吨电池级氢氧化锂项目投产。2021年，仅7个月工期的二期2.5万吨电池级氢氧化锂项目竣工，目前已经实现投产。同时，公司拟投资共48亿元，分别于宜宾市江安县、眉山市甘眉工业园区建设5万吨、6万吨氢氧化锂产线。2022年1月，公司与宁德时代拟成立合资公司投建10万吨碳酸锂冶炼项目，公司持股10%，首次涉足碳酸锂冶炼。同年2月，

公司拟斥资 9.8 亿元收购天宜锂业少数股东 7.00% 的股权，总持股比例达 75%。

图表 2：天华超净的发展历程



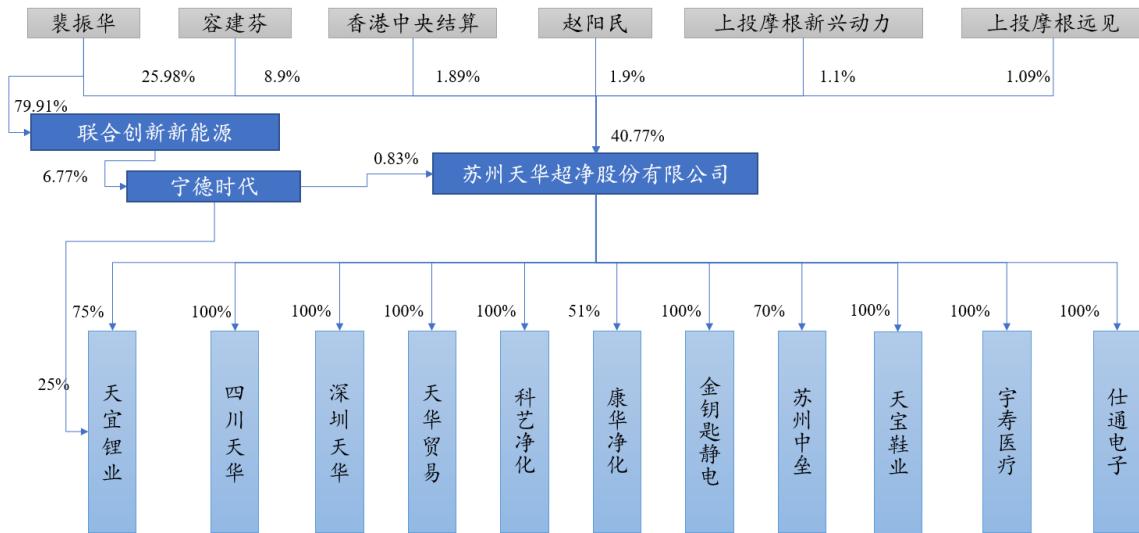
资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司实际控制人为裴振华、容建芬夫妇，裴振华同为宁德时代大股东。

公司实际控制人为裴振华，与妻子容建芬合计持有公司约 34.88% 的股权。裴振华先生为纺织出身，1984-1997 年就职于江苏省纺织研究所。裴振华同为宁德时代股东。2015 年裴振华等人成立了宁波联创，截止目前宁波联创仍为宁德时代第四大直接股东（持股 6.77%），裴振华持有宁波联创 79.91% 股权，实现间接持有宁德时代 5.41% 股权。

公司旗下控股子公司主要有公司旗下控股子公司主要有（1）天宜锂业：主要从事电池级氢氧化锂生产；（2）四川天华：主要从事化肥等化工产品生产、销售；（3）深圳天华等：主要从事防静电超净技术产品生产销售；（4）宇寿医疗：主要从事注射器、疫情防控等产品的生产与销售业务；（5）仕通电子：主要从事真空吸塑产品的设计和加工及电子设备制造。

图表 3：天华超净的股权结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2. 受益于行业高景气度，公司业绩高速增长

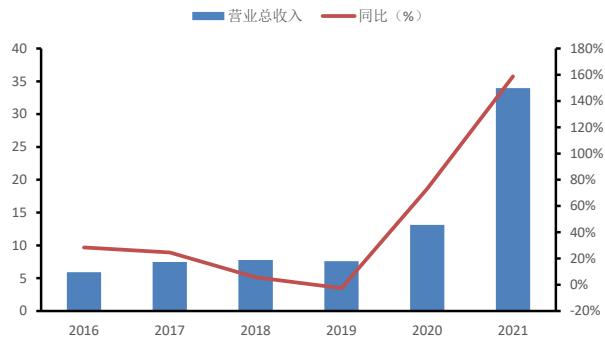
受益于锂盐高价，公司营收、净利润实现高增长。2021年公司实现营业收入33.98亿元，同比增加158.73%，剔除防疫物资影响同比增长328.25%（2020年防疫物资收入5.2亿元，2021年为0.02亿元）；归母净利润9.11亿元，同比增长218.44%。公司锂电池材料业务实现营收23.15亿元，实现从无到有的突破。

单季看，2021Q4公司营收10.76亿元，环比增长20.76%，同比增加331.46%；归母净利润3.6亿元，环比增长51.26%，同比增长540.95%。增长主要原因在于公司天宜锂业一期氢氧化锂项目产能释放，公司锂盐产品量价齐升。

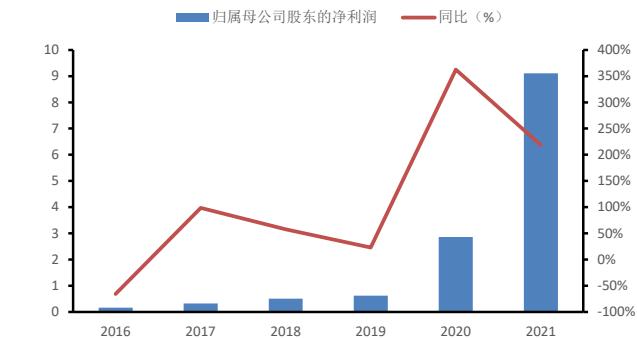
2022Q1业绩亮眼，项目逐步落地成长可期。公司发布2022Q1业绩预告，预计归母净利润为14.5-16亿元，同步增长892%-995%。主要原因是：新能源产业快速发展，下游客户对锂电材料的需求强劲，子公司天宜锂业二期2.5万吨电池级氢氧化锂项目于2021年12月进行投料试生产，产能加速释放。

图表4：天华超净营收情况（亿元）

图表5：天华超净归母净利润情况（亿元）



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



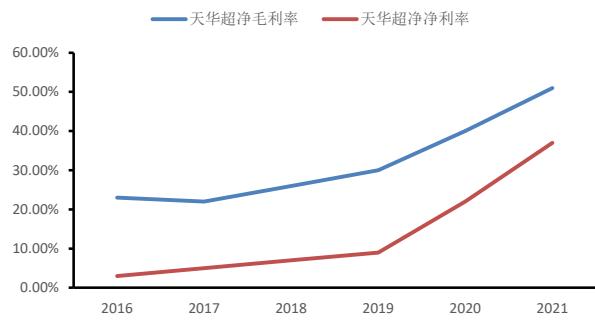
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

总毛利率大幅上涨 11.56pct 至 51.1%，锂盐为核心，净利润占比 86.41%，毛利占比 78%。

(1) 总毛利率&净利率（未剔除防疫物资）：受益于新增高毛利率锂盐业务，同时防静电超净产品和医疗器械毛利率均同比上涨，2021 年总毛利率大幅上涨 11.56pct 至 51.1%，净利率大幅上涨 14.7pct 至 36.82%，盈利能力大幅提升。

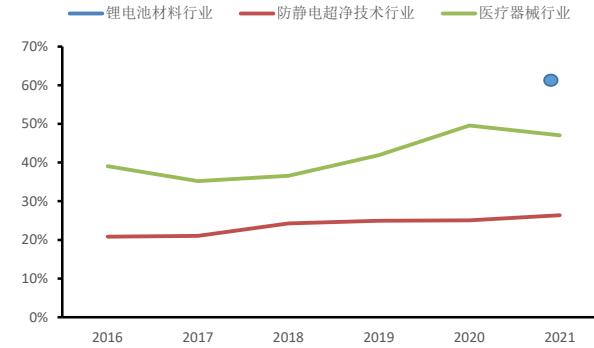
(2) 新增锂盐业务：2021 年子公司天宜锂业实现营收 23.16 亿元，占比 68.16%，毛利 13.59 亿元，占比约 78.3%，毛利率为 58.67%，实现净利 10.81 亿元，净利率 46.7%，净利润占比 86.41%。

图表 6: 天华超净毛利率、净利率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

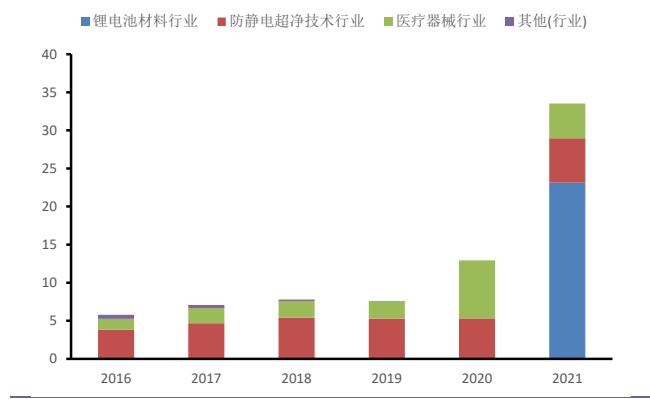
图表 7: 天华超净分产品毛利率情况



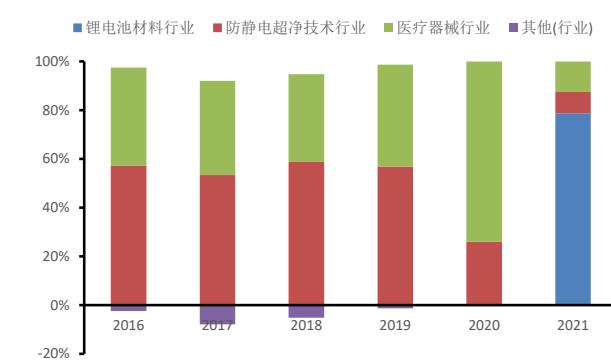
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8: 天华超净分产品营收情况（亿元）





资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

二、参股+包销，原材料长期供应有保障

天华时代拟以 2.4 亿美元取得 Manono 项目 24% 股权，其实际控制人同为天华超净实际控制人。2016 年 AVZ 公司取得了 Manono 项目下七个区域的探矿权，2020 年天宜锂业出资 1070 万美元入股 AVZ，目前天华超净子公司天宜锂业是 AVZ 最大单一股东，持股 7.26%。2021 年 9 月 25 日天华超净实控人裴振华先生控制的苏州天华时代以 2.4 亿美元取得 Manono 项目 24% 的股权，将获得其 50% 锂精矿包销权，对应每年可为天华超净提供约 80 万吨锂精矿供应量。2021 年底，AVZ 收购刚果金政府额外 15% 股权，在 Manono 项目中持有 66% 股权。

图表 10: AVZ Minerals 股东排名 (2022 年 2 月 28 日)

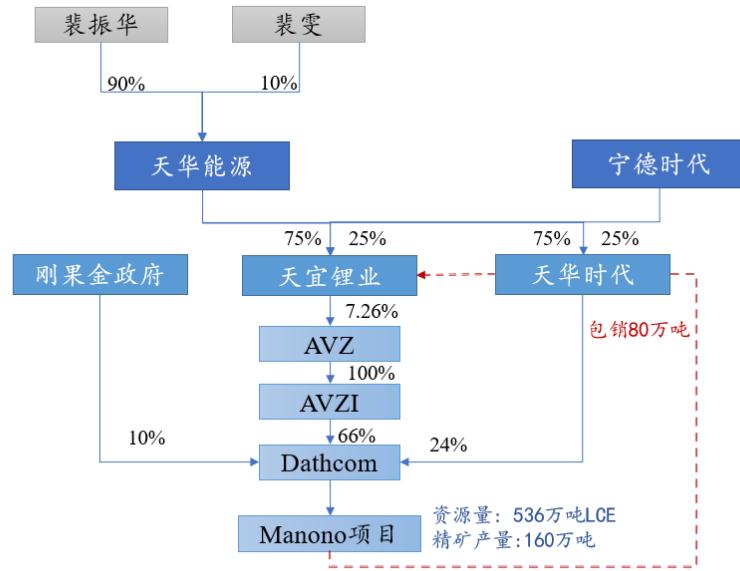
排名	股东	出资额	持股比例
1	SUZHOU GROUP (YIBIN TIANYI LITHIUM INDUSTRY CO LTD & SUZHOU CATH ENERGY TECHNOLOGIES)	251,500,000	7.29%
2	HSBC CUSTODY NOMINEES (AUSTRALIA) LIMITED	219,795,005	6.37%
3	HUAYOU INTERNATIONAL MINING (HONGKONG) LIMITED	216,615,790	6.27%
4	BNP PARIBAS NOMINEES PTY LTD ACF CLEARSTREAM	192,516,312	5.58%
5	CITICORP NOMINEES PTY LIMITED	156,744,840	4.54%
6	LITHIUM PLUS PTY LTD	118,447,369	3.43%
7	CERTANE CT PTY LTD <RICHLINK HIGH-TECH INVEST>	92,439,460	2.68%
8	BNP PARIBAS NOMINEES PTY LTD <IB AU NOMS RETAILCLIENT DRP>	83,846,335	2.43%

资料来源: AVZ 公司公告, 太平洋研究院整理

Manono 是目前已发现的储量最大、品位最高的硬岩锂矿床之一。据 AVZ 于 2021 年 7 月 14 日发布最新 Manono 项目 JORC 报告，Manono 矿山锂储量增加 47.9% 至 536 万吨 LCE，规划产能增加至约 160 万吨。Manono 矿区锂储量增加 41.6% 至 1.317 亿吨矿石量，Li2O 品位达 1.65% (前

值 1.58%)，锂资源储量提升 47.9%至 536 万吨 LCE (前值 362.5 万吨)。此外矿山产能将由此前 70 万吨 SC6 锂精矿扩张至 160 万吨，使用年限由 20 年扩张至 29.5 年。

图表 11: Manono 项目最新股权结构图



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

公司锂精矿来料保障将提升至 98-101 万吨，基本覆盖公司规划 16 万吨氢氧化锂扩张规划，保障公司锂盐产能顺利落地投产。2019 年底，公司开始布局上游锂精矿资源，陆续与 Pilbara、AMG 等上游锂精矿资源生产企业签订长期协议。(1) 2020 年 3 月，天宜锂业与澳洲 Pilbara 公司签署《锂精矿销售协议》，2020 年包销锂精矿 7.5 万吨；2021 年 3 月，签署补充协议，2022 年至 2024 年包销量提升至 11.5 万吨，另外协议可延长 5 年时间。(2) 2020 年 10 月，天宜锂业与巴西 AMG 矿业公司签署锂辉石精矿长期协议，AMG 从 2021 年至 2023 年销售给天宜锂业 6-9 万吨锂辉石精矿，2021 年 1 月，公司并包销了 AMG 未来产能扩张 30-45% 后，5 年内全部新增产能 (至少 20 万吨)，且协议可再次延长 5 年。

图表 12: 天华超净的包销权情况

合作企业	Li2O品位(%)	供应量(万吨)	供货时间	备注
Pilganagoora	5.5-6	11.5	2021-2024	
AMG	5.5	6-9	2021-2023	可延长2年，可获得AMG扩产后5年共计20万吨的产品
AVZ		80	3年	Manono计划扩产至160万吨，天花包销50%的产能
合计		98-101		

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

参股澳大利亚矿业公司环球锂业 MBLP 项目：资源媲美世界级矿床，目前处于勘探阶段。

2021 年 11 月 1 日，天宜锂业以 620 万澳元战略投资澳交所上市公司环球锂业（Global Lithium Resources Limited），获得环球锂业 9.9% 股份，相关资金将用于环球锂业旗下 Marble Bar Lithium Project (MBLP) 项目的开发。MBLP 项目位于黑德兰港东南 150 公里、西澳大利亚皮尔巴拉地区 Marble Bar 西北 15 公里处。该地区是世界主要的硬岩锂省份之一，项目地质环境可媲美两座世界级锂矿床——Pilbara 的 Pilgangoora 矿床以及 Albemarle 和 Mineral Resources 合资的 Wodgina 矿床。Archer 矿床的 JORC 2012 推断矿产资源量为 1050 万吨，Li2O 含量为 1.0%。

三、扩产加速，预计 2025 年锂盐权益产能 15.5 万吨

产能快速扩张，预计 2025 年权益有望达到 14.5 万吨氢氧化锂和 1 万吨碳酸锂产能。

(1) 天宜 5 万吨氢氧化锂项目 (股权 75%)。项目预计总投资约 20 亿元，分两期建设 5 万吨电池级氢氧化锂项目。天宜一期自 2020 年 12 月顺利投产，2021 年实现 2 万吨产能，配套技改后将新增 0.5 万吨设计产能；二期 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目已于 2021 年 12 月进行投料试生产，已产出合格产品，若按照一期的投产节奏推算，二期预计 2022 年 3 月底投产。该项目实施主体是天宜锂业，公司持有天宜锂业 75% 股权。

图表 13：新能源锂电材料投资项目概览

项目	实施主体	权益	投资额(亿元)	产能(万吨)	规划建成时间
天宜5万吨电池级氢氧化锂	天宜锂业	75%	20	5	一期2020年底，二期2021年底试生产
江安县5万吨氢氧化锂项目	伟能锂业	75%	23	5	一期2022年底，二期2024年上半年
甘眉工业园6万吨氢氧化锂项目	四川天华	100%	25	6	2022年第2季度启动，2024年底全部建成
小计				16	
宜春市10万吨碳酸锂项目	新设公司	10%		10	一期2022年底，二期2023年底

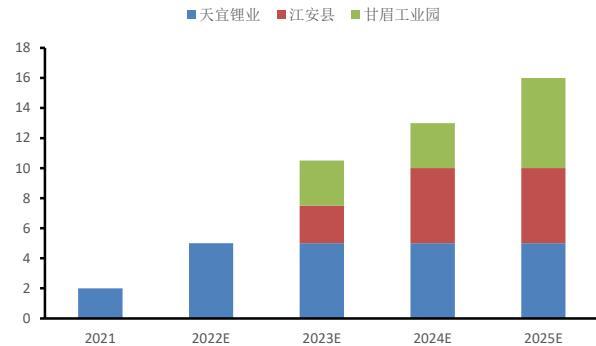
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(2) 江安县工业园区年产 5 万吨氢氧化锂项目 (股权 75%)。2021 年 9 月 1 日, 公司公告, 拟与江安县政府签订项目投资协议书, 预计总投资 23 亿元分两期建设年产 5 万吨电池级氢氧化锂项目, 第一期项目计划于 2022 年底建成竣工, 第二期项目计划于 2024 年 6 月 30 日前建成竣工, 由天宜锂业全资子公司伟能锂业负责, 公司权益为 75%。

(3) 甘眉工业园区年产 6 万吨氢氧化锂项目 (股权 100%)。2021 年 9 月 2 日, 公司公告, 拟与四川省眉山市甘眉工业园区签订合同, 投资约 25 亿元, 建设年产 6 万吨电池级氢氧化锂项目。项目分两期建设, 每期建设 3 万吨, 预计启动时间为 2022 年 2 季度, 2024 年 12 月底前两期全部建成竣工投产。

(4) 宜春 10 万吨碳酸锂冶炼产能项目 (股权 10%)。2022 年 1 月 29 日, 公司公告, 与宁德时代签署《关于 10 万吨碳酸锂产能之合资经营协议》, 拟成立合资公司投建 10 万吨碳酸锂冶炼产能项目, 其中天华超净持股 10%, 由宁德时代保障合资公司的锂原矿或锂精矿供应, 由公司推荐合资公司的总经理人选。这是公司涉足的第一个碳酸锂冶炼项目, 预计于合资公司设立起一年内完成 5 万吨碳酸锂冶炼产能项目, 预计于 2023 年年底完成剩余 5 万吨碳酸锂冶炼产能项目。

图表 14: 天华超净未来扩产计划 (万吨)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 15: 天华超净分产品权益产能情况 (万吨)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

四、 风险提示

锂价波动, 下游新能源需求不及预期, Manono 项目建设进度不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	231	1,098	2,270	6,082	6,657	营业收入	1,313	3,398	12,427	17,295	23,224
应收和预付款项	223	755	2,574	3,429	5,760	营业成本	794	1,661	6,923	9,432	15,009
存货	296	1,232	3,038	5,255	11,129	营业税金及附加	13	15	92	125	149
其他流动资产	190	342	839	1,662	2,891	销售费用	48	39	438	555	664
流动资产合计	911	3,309	8,499	15,899	25,031	管理费用	73	143	638	854	1,084
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	15	38	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(39)	(7)	0	0	0
固定资产	925	966	929	903	803	投资收益	58	4	72	111	172
在建工程	26	657	657	657	657	公允价值变动	0	(0)	0	0	0
无形资产	173	108	108	108	108	营业利润	328	1,470	4,292	6,342	6,368
长期待摊费用	3	2	2	2	2	其他非经营损益	(51)	(2)	0	0	0
其他非流动资产	224	983	983	983	983	利润总额	328	1,471	4,292	6,342	6,368
资产总计	2,491	6,256	11,409	18,782	27,814	所得税	37	220	615	918	915
短期借款	142	738	0	0	0	净利润	291	1,251	3,678	5,423	5,453
应付和预收款项	260	315	1,654	2,440	2,841	少数股东损益	5	340	0	0	0
长期借款	233	56	56	56	56	归母股东净利润	286	911	3,678	5,423	5,453
其他负债	369	1,083	1,957	3,121	6,298						
负债合计	1,004	2,191	3,667	5,617	9,195						
股本	551	583	583	583	583	预测指标					
资本公积	78	811	811	811	811		2020	2021	2022E	2023E	2024E
留存收益	516	1,368	5,046	10,470	15,923	毛利率	0.40	0.51	0.44	0.45	0.35
归母公司股东权益	1,213	3,243	6,921	12,345	17,798	销售净利率	0.25	0.43	0.35	0.37	0.27
少数股东权益	274	821	821	821	821	销售收入增长率	0.73	1.59	2.66	0.39	0.34
股东权益合计	1,487	4,064	7,742	13,165	18,619	EBIT 增长率	2.71	3.48	1.74	0.47	(0.03)
负债和股东权益	2,491	6,256	11,409	18,782	27,814	净利润增长率	3.62	2.18	3.04	0.47	0.01
现金流量表(百万)						ROE	0.24	0.28	0.53	0.44	0.31
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	ROA	0.11	0.15	0.32	0.29	0.20
经营性现金流	350	180	1,838	3,701	403	ROIC	0.14	0.24	0.42	0.37	0.26
投资性现金流	(330)	(773)	72	111	172	EPS(X)	0.52	1.59	6.31	9.30	9.36
融资性现金流	131	771	(738)	0	0	PE(X)	47.31	50.94	11.12	7.54	7.50
现金增加额	138	177	1,172	3,812	575	PB(X)	11.18	14.56	5.91	3.31	2.30
						PS(X)	2.63	4.22	3.80	2.37	1.76
						EV/EBITDA(X)	38.07	30.40	9.71	5.97	5.98

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与-15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。