

晶澳科技 (002459.SZ)

强烈推荐 (维持)

中游制造/电力设备及新能源

当前股价: 39.12 元

一体化盈利水平强劲, 2023 年有望延续高增长

公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度公司收入同比增长 66%至 205 亿元, 归母净利润同比增长 244%至 25.82 亿元, 扣非归母净利润同比增长 255%至 24.90 亿元。一季度公司组件业务保持强劲的净利水平, 一体化盈利已连续两个季度居于行业首位。公司以电池技术起家, 在电池领域积淀深厚, 预计 2023 年底公司 N 型电池产能接近 40GW, 将进一步提升公司盈利水平。

□ 2023 年一季报简析。公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度公司收入同比增长 66.23%至 204.8 亿元, 归母净利润同比增长 244.21%至 25.82 亿元, 扣非归母净利润同比增长 254.57%至 24.90 亿元。

□ 组件盈利维持高水平, 连续两个季度居于行业首位。2023 年一季度公司电池组件出货 11.7GW, 其中自用 152MW, 剔除硅料投资收益 1.74 亿元后, 单瓦盈利 0.2 元, 体现出强劲的盈利水平。2023 年一季度公司组件海外出货占比约为 58%, 分销出货占比约为 30%, 略低于 2021 年 35%, 主要是因 Q1 国内地面电站出货相对多一些, 预计后续季度分销占比将有所提升。2022 年四季度公司组件单瓦盈利 0.18-0.19 元, 一体化盈利水平领先, 2023 年一季度公司一体化盈利依然强劲, 已连续两个季度居于行业首位。

□ 拟发行可转债, 继续扩张一体化并推进 N 型产能。公司拟公开发行可转债, 募集资金不超过 89.6 亿元, 用于“包头晶澳(三期) 20GW 拉晶、切片项目”、曲靖“年产 10GW 高效电池和 5GW 高效组件项目”、扬州“年产 10GW 高效率太阳能电池项目”及补充流动资金。预计公司本次可转债将进一步提升自身一体化规模及 N 型电池产能规模, 进一步加强公司长期竞争力。

□ 积极推进 N 型 TOPCon。公司以电池业务起家, 是 PERC 专利持有者, 也是我国最早、最大规模应用 PERC 技术的企业。公司管理层对电池技术理解深刻, 高度重视技术迭代, 2022 年把握技术方向进一步扩张 TOPCon 产能, 根据公司年报电话会议披露, 预计到 2023 年年底公司 N 型电池产能接近 40GW, 预计 2023 年 TOPCon 组件出货量将达全年出货指引的 30%。公司以电池业务起家, TOPCon 进展相对较快, 有望进一步提升公司盈利水平。

□ 盈利预测与投资建议: 预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 120.36 亿元、160.38 亿元, 对应估值 11 倍、8 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 全球光伏装机低于预期, 原材料价格持续上涨。

财务数据与估值

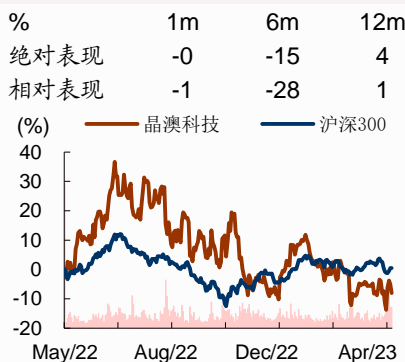
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	41302	72989	106115	132972	144521
同比增长	60%	77%	45%	25%	9%
营业利润(百万元)	2600	6468	14049	18727	23368
同比增长	36%	149%	117%	33%	25%
归母净利润(百万元)	2039	5533	12036	16038	20023
同比增长	35%	171%	118%	33%	25%
每股收益(元)	1.27	2.35	3.65	4.86	6.07
PE	30.7	16.7	10.7	8.0	6.4
PB	3.8	3.4	3.2	2.4	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

基础数据

总股本(万股)	329950
已上市流通股(万股)	328176
总市值(亿元)	1291
流通市值(亿元)	1284
每股净资产(MRQ)	9.1
ROE(TTM)	24.5
资产负债率	55.6%
主要股东	东台市晶泰福科技有限公司
主要股东持股比例	47.6%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《晶澳科技(002459)一盈利持续提升, 2023 年有望延续高增长》2023-04-01
- 《晶澳科技(002459)一四季度组件单瓦盈利持续提升》2023-01-16
- 《晶澳科技(002459)一三季度组件单瓦盈利提升显著》2022-11-02

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

正文目录

一、2023 年一季报简析	3
二、组件盈利维持高水平，连续两个季度居于行业首位	5
三、2023 年 N 型 TOPCon 电池量产有望增厚业绩	7
投资建议	9
盈利预测	9
相关报告	10
风险提示	11

图表目录

图 1: 公司主要产品	5
图 2: 公司产能结构 (GW)	5
图 3: 公司是 PERC 专利持有者	7
图 4: TOPCon 组件在电站端的溢价 (目前)	7
图 5: TOPCon 组件在电站端的溢价 (量产效率 25.5%、浆料降至 90mg, 硅片 4 元/片)	8
图 6: 晶澳科技历史 PEBand	11
图 7: 晶澳科技历史 PBBand	11
表 1: 业绩摘要	3
表 2: 主要比率	3
表 3: 单季度业绩摘要	4
表 4: 单季度主要比率	4
表 5: 可转债资金用途	6
表 6: 盈利预测	9
附: 财务预测表	12

一、2023 年一季报简析

2023 年一季报简析。公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度公司收入同比增长 66.23% 至 204.8 亿元，归母净利润同比增长 244.21% 至 25.82 亿元，扣非归母净利润同比增长 254.57% 至 24.90 亿元。

盈利维持较高水平。2023 年一季度公司综合毛利率为 19.11%，同比提升 4.32 个百分点，环比提升 1.54 个百分点。一季度公司硅料投资收益 1.71 亿元，剔除硅料投资收益后，公司组件业务依然展现出强劲的盈利能力，单瓦净利 0.2 元，环比四季度持平。

费用率下降。2023 年一季度公司销售、管理、财务费用率分别为 1.35%、2.43%、0.30%，同比下降 0.53、提升 0.22、下降 1.42 个百分点，期间费用率同比下降 1.73 个百分点，成本控制能力较强。

表 1: 业绩摘要

百万元	2020 年	2021 年	2022 年	同比变化 (%)	22Q1	23Q1	同比变化 (%)
营业收入	25846.52	41301.75	72989.40	76.72	12320.76	20480.32	66.23
营业成本	21617.12	35259.77	62204.70	76.42	10498.87	16566.63	57.79
毛利润	4229.40	6041.99	10784.70	78.50	1821.89	3913.69	114.81
销售税金	129.72	139.71	241.85	73.10	36.91	101.07	173.80
毛利润(扣除销售税金)	4099.67	5902.27	10542.85	78.62	1784.98	3812.62	113.59
销售费用	559.61	735.67	1050.01	42.73	231.66	275.91	19.10
管理费用	812.43	1125.78	1707.69	51.69	271.97	498.12	83.16
经营利润	2727.63	4040.82	7785.15	92.66	1281.35	3038.59	137.14
资产减值损失	-145.40	-605.99	-1108.83	82.98	-43.18	137.12	-417.54
财务费用	690.83	813.47	-529.34	-165.07	212.20	61.65	-70.95
投资收益	273.07	425.28	317.22	-25.41	101.47	170.73	68.25
资产处置收益	-81.73	-91.85	-157.52	71.51	1.22	-10.41	-954.11
其他收益	173.23	215.54	343.08	59.18	42.24	118.89	181.44
营业外收入	34.98	33.05	49.69	50.36	5.73	5.82	1.62
营业外支出	139.39	207.32	200.19	-3.44	34.02	8.72	-74.38
利润总额	1813.80	2425.90	6317.09	160.40	907.15	3116.16	243.51
所得税	265.46	337.74	777.56	130.22	133.80	428.63	220.35
税后净利润	1548.34	2088.16	5539.53	165.28	773.35	2687.54	247.52
少数股东损益	41.76	49.53	6.66	-86.55	23.25	105.57	354.13
归母净利润	1506.58	2038.63	5532.87	171.40	750.11	2581.96	244.21
非经常性损益	145.77	191.83	-24.08	-112.56	47.96	92.33	92.52
扣非归母净利润	1360.81	1846.80	5556.95	200.90	702.15	2489.64	254.57

资料来源：公司公告，招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2020 年	2021 年	2022 年	百分点变化 (%)	22Q1	23Q1	同比变化 (%)
毛利率	16.36	14.63	14.78	0.15	14.79	19.11	4.32
销售费用率	2.17	1.78	1.44	-0.34	1.88	1.35	-0.53
管理费用率	3.14	2.73	2.34	-0.39	2.21	2.43	0.22
财务费用率	2.67	1.97	-0.73	-2.69	1.72	0.30	-1.42
经营利润率	10.55	9.78	10.67	0.88	10.40	14.84	4.44
所得税率	14.64	13.92	12.31	-1.61	14.75	13.75	-0.99
净利率	5.83	4.94	7.58	2.64	6.09	12.61	6.52
扣非净利率	5.26	4.47	7.61	3.14	5.70	12.16	6.46

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

百万元	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比 (%)	23Q1 环比 (%)
营业收入	15205	12321	16148	20855	23666	20480	66	-13
营业成本	12810	10499	14209	17989	19508	16567	58	-15
销售费用	210	232	251	318	249	276	19	11
管理费用	317	272	340	490	606	498	83	-18
财务费用	337	212	-134	-310	-298	62	-71	-121
所得税	110	134	134	251	259	429	220	66
归母净利润	726	750	952	1587	2243	2582	244	15

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 单季度主要比率

(%)	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比 (%)	23Q1 环比 (%)
毛利率	15.75	14.79	12.01	13.74	17.57	19.11	4.32	1.54
销售费用率	1.38	1.88	1.56	1.53	1.05	1.35	-0.53	0.30
管理费用率	2.09	2.21	2.10	2.35	2.56	2.43	0.22	-0.13
财务费用率	2.21	1.72	-0.83	-1.49	-1.26	0.30	-1.42	1.56
净利率	4.78	6.09	5.90	7.61	9.48	12.61	6.52	3.13

资料来源：公司公告，招商证券

二、组件盈利维持高水平，连续两个季度居于行业首位

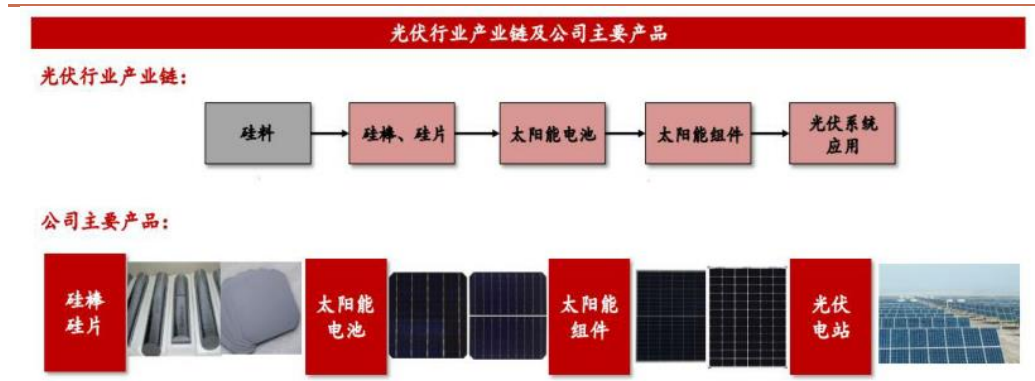
Q1 组件单瓦盈利首行业首位。2023 年一季度公司电池组件出货 11.7GW，其中自用 152MW，剔除硅料投资收益 1.74 亿元后，单瓦盈利 0.2 元，体现出强劲的盈利水平。2023 年一季度公司组件海外出货占比约为 58%，分销出货占比约为 30%，略低于 2021 年 35%，主要是因 Q1 国内地面电站出货相对多一些，预计后续季度分销占比将有所提升。

2022 年四季度公司组件单瓦盈利 0.18-0.19 元，一体化盈利水平领先，2023 年一季度公司一体化盈利依然强劲，已连续两个季度居于行业首位。

继续扩大一体化规模。2022 年底公司组件产能 50GW，硅片和电池产能约为组件产能的 80%，根据公司一季报披露，公司将继续推进一体化产能布局，预计 2023 年底公司组件产能 80GW+，其中硅片和电池产能约为组件产能的 90%，一体化程度将继续提升。

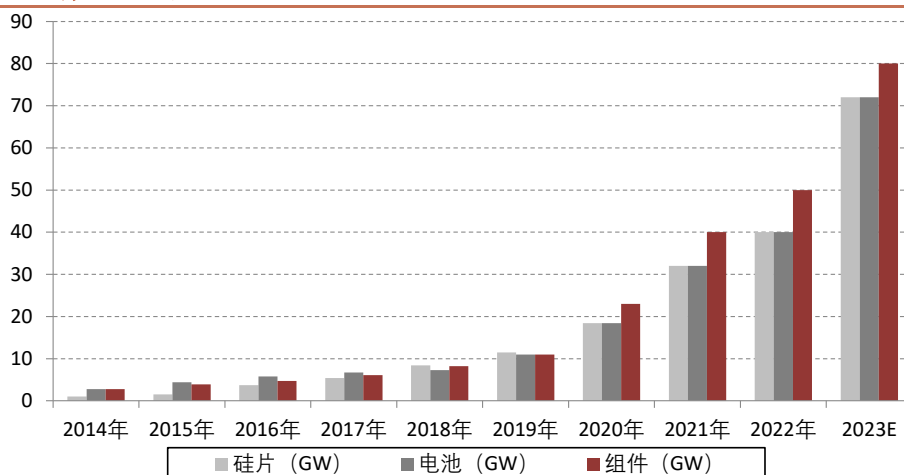
拟发行可转债，继续扩张一体化并推进 N 型产能。公司拟公开发行可转债，募集资金不超过 89.6 亿元，用于“包头晶澳（三期）20GW 拉晶、切片项目”、曲靖“年产 10GW 高效电池和 5GW 高效组件项目”、扬州“年产 10GW 高效率太阳能电池项目”及补充流动资金。预计公司本次可转债将进一步提升自身一体化程度及 N 型产能规模，进一步加强公司长期竞争力。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司产能结构（GW）



资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 可转债资金用途

项目名称	项目总投资额 (亿元)	募集资金拟投入 额 (亿元)
包头晶澳 (三期) 20GW 拉晶、切片项目	58	27
年产 10GW 高效电池和 5GW 高效组件项目	54.05	23.34
年产 10GW 高效率太阳能电池片项目	26.03	15
补充流动资金	24.26	24.26
合计	162.34	89.60

资料来源: Wind、招商证券

三、2023 年 N 型 TOPCon 电池量产有望增厚业绩

公司在电池环节有深厚底蕴。公司以电池业务起家，在进行一体化同时，管理层始终高度重视电池技术研发，在电池技术领域具备较强优势。公司是 PERC 专利持有者，也是我国最早、最大规模应用 PERC 技术的企业。

积极推进 N 型 TOPCon。公司对电池技术理解深刻，高度重视技术变化方向，2022 年把握技术方向进一步扩张 TOPCon 产能，根据公司年报电话会议披露，预计到 2023 年年底公司 N 型电池产能接近 40GW，预计 2023 年 TOPCon 组件出货量将达全年出货指引的 30%。公司以电池业务起家，TOPCon 进展相对较快，有望进一步提升公司盈利水平。

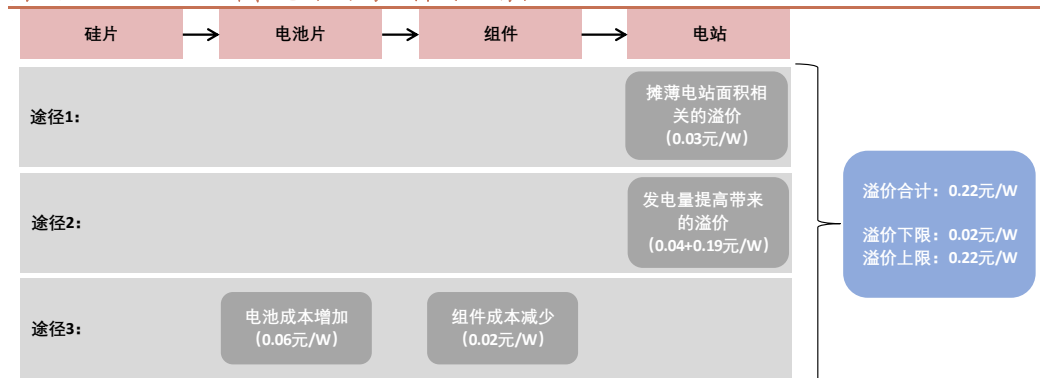
TOPCon 部分溢价尚未完全体现。TOPCon 组件（硅片至组件一体化）相对 PERC 的溢价主要通过三条路径实现：1、摊薄电站面积相关的成本；2、发电量提高带来的收益；3、TOPCon 电池、组件端自身成本的变化；其中发电量提高带来的收益可分为两部分：a) 衰减低带来的收益；b) 双面率、弱光性、温度系数等性能带来的收益，前者可以较快验证，后者需要一定时间，目前看，Topcon 组件在电站端的初期溢价下限 0.02 元/W，上限可能是 0.22 元/W。随着 TOPCon 大规模推广后进一步降本提效，预计其相对 PERC 会有更高的溢价，溢价估算为 0.17 元/W，上限约为 0.365 元/W（量产效率 25.5%、浆料降至 90mg，硅片 4 元/片）。

图 3：公司是 PERC 专利持有者



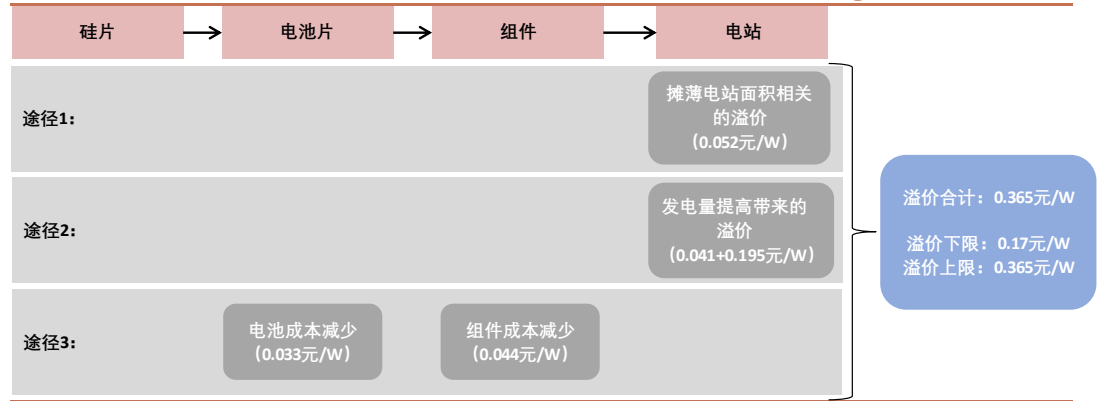
资料来源：公司官网、招商证券

图 4：TOPCon 组件在电站端的溢价（目前）



资料来源：招商证券

图 5: TOPCon 组件在电站端的溢价 (量产效率 25.5%、浆料降至 90mg, 硅片 4 元/片)



资料来源: 招商证券

投资建议

公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度公司收入同比增长 66%至 205 亿元，归母净利润同比增长 244%至 25.82 亿元，扣非归母净利润同比增长 255%至 24.90 亿元。一季度公司组件业务保持强劲的净利水平，一体化盈利已连续两个季度居于行业首位。公司以电池技术起家，在电池领域积淀深厚，预计 2023 年底公司 N 型电池产能接近 40GW，将进一步提升公司盈利水平。

预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 120.36 亿元、160.38 亿元，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测

表 6: 盈利预测

百万元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
组件	营业收入	39,460	70,345	102,583	129,314	140,761
	YOY(%)	64	78	46	26	9
	毛利率(%)	14	14	20	21	22
电站	营业收入	436	740	755	770	786
	YOY(%)	-27	70	2	2	2
	毛利率(%)	28	28	28	28	28
其他	营业收入	1,405	2,645	2,777	2,888	2,975
	YOY(%)	15	88	5	4	3
	毛利率(%)	61	27	28	28	28
汇总	营业收入	41,302	72,989	106,115	132,972	144,521
	YOY(%)	60	77	45	25	9
	毛利率(%)	15	15	20	21	22

资料来源: Wind、招商证券

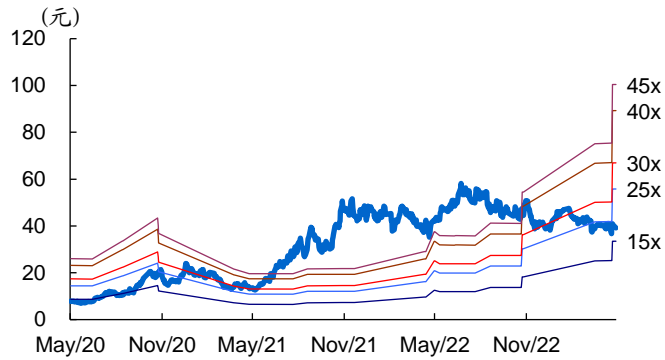
相关报告

- 1、《晶澳科技（002459）—盈利持续提升，2023年有望延续高增长》2023-04-01
- 2、《晶澳科技（002459）—四季度组件单瓦盈利持续提升》2023-01-16
- 3、《晶澳科技（002459）—三季度组件单瓦盈利提升显著》2022-11-01
- 4、《晶澳科技（002459）—组件二季度单瓦盈利持稳，稳步推进 TOPCon 产能》2022-08-28
- 5、《晶澳科技（002459）—组件盈利持续向上，全年高增长有望延续》2022-05-03
- 6、《晶澳科技（002459）—进一步扩大一体化规模》2022-02-27
- 7、《晶澳科技（002459）—Q3 业绩顶格预告上限，产能快速扩张推动公司上新台阶》2020-10-28
- 8、《晶澳科技（002459）—拟投资超百亿建设一体化产能，公司发展将上新台阶》2020-09-16
- 9、《晶澳科技投资价值分析》2020-09-14
- 10、《晶澳科技（002459）—中报业绩高增长，多环节加快产能投放》2020-08-18
- 11、《晶澳科技（002459）—中报业绩再超预期，一体化布局分享产业多环节红利》2020-07-14
- 12、《晶澳科技（002459）—业绩稳健增长，定增加速扩张》2020-04-29

风险提示

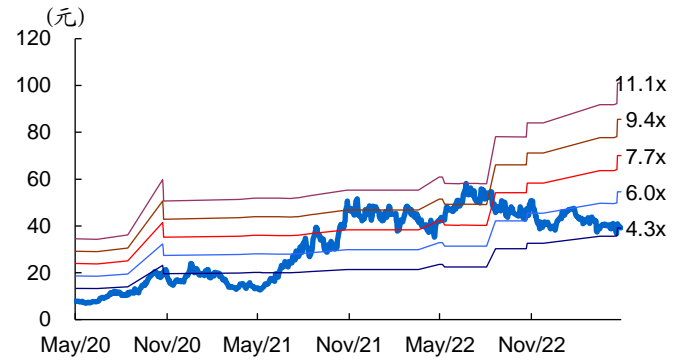
- 1) 全球光伏装机低于预期。我国光伏产业链具备极强全球竞争力，相关企业面向全球市场，若全球光伏装机不达预期，有可能会影响相关上市公司业绩。
- 2) 原材料价格持续上涨。若原材料价格持续上涨，公司业绩可能会受到影响。

图 6: 晶澳科技历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 7: 晶澳科技历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	31629	38156	61391	78597	94244
现金	13219	12183	24913	33187	45327
交易性投资	86	0	0	0	0
应收票据	0	149	216	271	295
应收款项	5635	8347	12106	15171	16488
其它应收款	737	660	960	1203	1308
存货	7957	11909	16281	20154	21544
其他	3995	4907	6915	8612	9282
非流动资产	25338	34193	40748	46488	51513
长期股权投资	550	774	774	774	774
固定资产	14225	21449	28215	34137	39320
无形资产商誉	1047	1356	1220	1098	988
其他	9516	10615	10540	10479	10431
资产总计	56967	72349	102140	125085	145757
流动负债	32651	34997	43293	51242	54094
短期借款	7592	1787	3000	3000	3000
应付账款	13635	18573	25408	31453	33622
预收账款	3772	5388	7371	9125	9754
其他	7652	9249	7514	7665	7719
长期负债	7599	7188	16148	16148	16148
长期借款	1264	1777	1777	1777	1777
其他	6335	5411	14371	14371	14371
负债合计	40250	42185	59441	67390	70242
股本	1599	2356	3300	3300	3300
资本公积金	8965	13795	13795	13795	13795
留存收益	5930	11354	22824	37658	55275
少数股东权益	223	2659	2781	2943	3145
归属于母公司所有者权益	16494	27505	39918	54753	72370
负债及权益合计	56967	72349	102140	125085	145757

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3750	8186	13633	19176	24295
净利润	2039	5533	12036	16038	20023
折旧摊销	2259	2792	2890	3706	4421
财务费用	795	(225)	600	550	500
投资收益	(425)	(317)	(501)	(301)	(201)
营运资金变动	(842)	302	(1530)	(993)	(658)
其它	(74)	102	139	177	210
投资活动现金流	(4010)	(7215)	(8949)	(9149)	(9249)
资本支出	(5421)	(7753)	(9450)	(9450)	(9450)
其他投资	1411	538	501	301	201
筹资活动现金流	2171	(1476)	8045	(1754)	(2906)
借款变动	253	(6429)	(692)	0	0
普通股增加	4	757	943	0	0
资本公积增加	162	4829	0	0	0
股利分配	(384)	(240)	(566)	(1204)	(2406)
其他	2136	(394)	8360	(550)	(500)
现金净增加额	1911	(505)	12729	8274	12140

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	41302	72989	106115	132972	144521
营业成本	35260	62205	85097	105341	112606
营业税金及附加	140	242	352	441	479
营业费用	736	1050	1592	1928	2168
管理费用	1126	1708	2441	2925	3179
研发费用	574	1007	1486	1862	2023
财务费用	813	(529)	600	550	500
资产减值损失	(625)	(1144)	(1000)	(1500)	(400)
公允价值变动收益	24	(199)	(199)	(199)	(199)
其他收益	216	343	200	200	200
投资收益	333	160	500	300	200
营业利润	2600	6468	14049	18727	23368
营业外收入	33	50	50	50	50
营业外支出	207	200	200	200	200
利润总额	2426	6317	13899	18576	23217
所得税	338	778	1742	2376	2992
少数股东损益	50	7	122	162	202
归属于母公司净利润	2039	5533	12036	16038	20023

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	60%	77%	45%	25%	9%
营业利润	36%	149%	117%	33%	25%
归母净利润	35%	171%	118%	33%	25%
获利能力					
毛利率	14.6%	14.8%	19.8%	20.8%	22.1%
净利率	4.9%	7.6%	11.3%	12.1%	13.9%
ROE	12.4%	20.1%	30.2%	29.3%	27.7%
ROIC	10.7%	14.6%	26.8%	26.8%	25.9%
偿债能力					
资产负债率	70.7%	58.3%	58.2%	53.9%	48.2%
净负债比率	17.8%	7.6%	4.7%	3.8%	3.3%
流动比率	1.0	1.1	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.7	0.7	1.0	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	1.0	1.1	1.0
存货周转率	5.4	6.3	6.0	5.8	5.4
应收账款周转率	9.0	10.3	10.2	9.6	9.0
应付账款周转率	3.1	3.9	3.9	3.7	3.5
每股资料(元)					
EPS	1.27	2.35	3.65	4.86	6.07
每股经营净现金	2.34	3.47	4.13	5.81	7.36
每股净资产	10.31	11.67	12.10	16.59	21.93
每股股利	0.15	0.24	0.36	0.73	0.91
估值比率					
PE	30.7	16.7	10.7	8.0	6.4
PB	3.8	3.4	3.2	2.4	1.8
EV/EBITDA	17.5	11.2	5.2	4.0	3.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。