

# 固德威 (688390.SH)

## 储能业务快速放量，盈利提升超预期

### 核心观点:

- **公司公布 2022 年三季报。**2022 年前三季度公司营收/归母净利润/扣非归母净利润 29.16/2.75/2.64 亿元，同比+69.64/+27.90/+29.01%；其中 Q3 营收/归母净利润/扣非归母净利润 14.63/2.21/2.16 亿元，同比+131.65/+255.41/+250.64%。2022Q3 公司实现销售毛利率/净利率 32.78/14.82%，环比+4.37/+9.59pct。公司三季度业绩超预期，主要系储能业务大幅增长、逆变器盈利能力修复、规模效应摊薄费用等影响。
- **逆变器业务量价齐升，看好光储后续发展。**2022 年第三季度，上游缺货情况有所缓解，公司逆变器出货量打开。营业收入大幅提升，期间费用明显降低，2022Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 6.06%/3.81%/6.59%，分别环比-3.83/-1.92/-3.99pct，盈利能力提升显著。随着广德二期项目投产及定增项目建设，公司产能逐步释放，公司“光伏+储能”系统解决方案空间打开，看好光储后续发展。
- **储能业务高速增长，分布式业务前景广阔。**产品角度，根据公司 22 年中报披露，公司相继推出 GW50K-BTC 三相交流耦合逆变器和 GW50K-ETC 三相光储逆变器，为工商业项目实现电力的自发自用提供解决方案，且正在研发户用离网一体低压/高压储能电池系统。创收角度，储能逆变器业务 2017-2022 年收入占比快速提升，储能电池开始放量，逐步贡献利润。公司从 2021 年布局 BIPV 业务，在 BIPV 和“整县推进”的共同促进下，分布式业务将打开营业收入空间、进入规模化发展快车道。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 为 4.23/10.14/18.07 元/股，给予其 2023 年业绩 40 倍 PE 估值，对应合理价值 405.51 元/股，继续给予“买入”评级。
- **风险提示。**全球光伏装机增速不及预期；原材料价格大幅波动风险；汇率大幅波动风险等。

### 盈利预测:

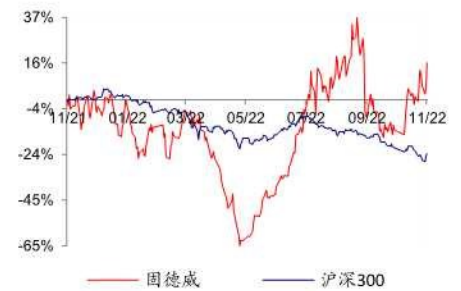
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,589	2,678	5,031	9,139	13,225
增长率 (%)	68.1	68.5	87.9	81.6	44.7
EBITDA (百万元)	334	379	614	1,397	2,440
归母净利润 (百万元)	260	280	522	1,249	2,226
增长率 (%)	153.2	7.4	86.6	139.4	78.2
EPS (元/股)	2.96	3.18	4.23	10.14	18.07
市盈率 (x)	80.43	144.68	89.89	37.54	21.07
ROE (%)	17.9	16.9	23.6	36.1	39.1
EV/EBITDA (x)	59.37	103.48	73.11	30.95	16.61

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	380.60 元
合理价值	405.51 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-02

### 相对市场表现



分析师: 陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师: 纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jichengwei@gf.com.cn

分析师: 曹瑞元



SAC 执证号: S0260521090002



021-38003752



caoruiyuan@gf.com.cn

请注意, 陈子坤, 曹瑞元并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

固德威 (688390.SH): 储能 2022-04-27  
产品实现突破, 分布式业务  
星辰大海

## 一、储能业务快速放量，盈利提升超预期

**公司公布2022年三季报。**2022年前三季度，公司实现营业收入29.16亿元，同比+69.64%；归母净利润2.75亿元，同比27.90%；扣非归母净利润2.64亿元，同比+29.01%。其中Q3营业收入14.63亿元，同比+131.65%，环比+82.30%；归母净利润2.21亿元，同比+255.41%，环比+387.82%；扣非归母净利润2.16亿元，同比+250.64%，环比+406.66%。2022年第三季度，公司实现销售毛利率32.78%，环比提升4.37pct；净利率达到14.82%，同比+5.17pct，环比+9.59pct，盈利能力提升显著。公司三季度业绩超预期，主要系储能业务大幅增长、逆变器盈利修复、规模效应摊薄费用等影响。

**逆变器业务量价齐升，看好光储后续发展。**2022年第三季度，上游缺货情况有所缓解，公司逆变器出货量打开。营业收入大幅提升，期间费用明显降低，2022年第三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为6.06%/3.81%/6.59%，分别环比-3.83/-1.92/-3.99pct，盈利能力提升显著。展望未来，根据公司官网公司产能将逐步释放，2022年8月广德二期项目投产，该项目增加逆变器（集合储能、工商业产品）年化产能约140万台；同月公司宣布定增将投建总计40GW并网、储能逆变器及4.5GWH储能电池产能，公司“光伏+储能”系统解决方案空间打开，看好光储后续发展。

**储能业务高速增长，分布式业务前景广阔。**产品角度，公司相继推出GW50K-BTC三相交流耦合逆变器和GW50K-ETC三相光储逆变器，为工商业项目实现电力的自发自用提供解决方案，且正在研发户用离并一体低压/高压储能电池系统。创收角度，储能逆变器业务2017-2022年收入占比快速提升，储能电池开始放量，逐步贡献利润。公司从2021年布局BIPV业务，在BIPV和“整县推进”的共同促进下，分布式业务将打开营业收入空间、进入规模化发展快车道。

## 二、盈利预测和投资建议

全球光伏新增装机有望平稳增长，逆变器在光伏系统深度优化方面大有可为，对光伏系统的重要作用越加突显。公司创新引领逆变器发展趋势和光伏系统整体优化设计，助力推动平价上网实现。同时，公司依托逆变器核心技术，多点开展储能逆变器、户用系统、储能电池以及智慧能源管理系统等新业务，发挥协同优势。基于公司发展情况，对其盈利预测做出如下核心假设：

（1）根据国家能源局，2022年上半年全国光伏新增装机30.88GW，其中，光伏电站11.22GW、分布式光伏28.56GW，在竞价项目、户用项目及平价上网项目带动下，我们预计2022年全国光伏新增装机将达到90GW；随着全球更多国家和地区满足平价上网条件，预计2022/2023年全球全年新增装机有望达到250GW/350GW。

（2）公司逆变器海外业务比例逐年提升，2016-2021年公司逆变器全球出货量分别为9.39/22.23/17.97/19.31/35.23/50.80万台，其中2020-2021年海外占比分别为68.29%/70.04%。随着公司广德二期新增逆变器产能140万台落地，全球光伏装机景

气高增，我们预计公司22-24年光伏逆变器出货量分别为50/75/95万台，对应收入分别为22.29/32.43/40.67亿元。因海外业务具有更高的毛利率水平，在海外市场拓展带动下，预计公司未来3年逆变器业务综合毛利率有望保持在30%以上。

(3) 随着储能技术进步和成本下降，“储能+”应用领域进入高速增长阶段。2021年公司开发储能新产品，相继推出两款储能逆变器与两款家用储能锂电池，为工商业项目与家庭用户提供电力的自发自用解决方案。随着储能行业进入爆发增长阶段，预计2022-2024年储能逆变器与储能电池板块将得到快速发展，在海外疫情恢复和出货量大幅增加的带动下，公司储能业务毛利率保持稳定。我们预计公司22-24年储能逆变器出货量分别为22/50/70万台，对应收入17.65/38.90/53.92亿元。

(4) 分布式户用系统在未来有望成为发展增长点。2021年6月20日，国家能源局综合司发布了《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》。公司把握整县推进机会，积极发展分布式户用光伏发电系统，建设昱德新能源控股子公司，为后续迎来规模化发展市场奠定有力的技术与产能基础。同时，公司开展BIPV分布式光伏电站新业务，迎合绿色建筑发展理念，具有较大潜力。

#### 基于以上假设，我们认为：

在逆变器、智慧能源管理系统等传统业务增长以及户用系统、储能电池等新业务持续增长，原材料价格有维持高位导致盈利承压的可能性，预计公司2022-2024年EPS为4.23/10.14/18.07元/股。公司逆变器出货量稳步增长，储能、分布式业务逐步放量，海外占比提高助力盈利提升，给予其2023年业绩40倍PE估值，对应合理价值405.51元/股，继续给予“买入”评级。

表 1：固德威分业务拆分（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>光伏并网逆变器</b>				
收入	19.54	22.29	32.43	40.67
成本	13.46	15.49	22.70	28.47
毛利	6.09	6.80	9.73	12.20
毛利率(%)	31.2%	30.5%	30.0%	30.0%
<b>光伏储能逆变器</b>				
收入	4.78	17.65	38.90	53.92
成本	2.86	10.76	23.73	32.89
毛利	1.92	6.88	15.17	21.03
毛利率(%)	40.2%	39.0%	39.0%	39.0%
<b>储能电池</b>				
收入		7.50	15.00	30.00
成本		6.00	12.00	24.00
毛利		1.50	3.00	6.00
毛利率(%)		20.0%	20.0%	20.0%
<b>户用系统</b>				
收入	1.75	2.10	4.20	6.72
成本	1.51	1.81	3.53	5.38
毛利	0.24	0.29	0.67	1.34

毛利率(%)	13.7%	14.0%	16.0%	20.0%
<b>其他产品</b>				
收入	0.54	0.59	0.65	0.72
成本	0.36	0.50	0.55	0.61
毛利	0.18	0.09	0.10	0.11
毛利率(%)	32.7%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>其他业务</b>				
收入	0.17	0.18	0.20	0.22
成本	0.11	0.12	0.13	0.14
毛利	0.05	0.06	0.07	0.08
毛利率(%)	32.1%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>合计</b>				
收入	26.78	50.31	91.39	132.25
增长率	68.5%	87.9%	81.6%	44.7%
成本	18.30	34.68	62.64	91.49
毛利	8.48	15.63	28.74	40.76
毛利率	31.7%	31.1%	31.5%	30.8%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值 (股价截至2022年11月2日)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
德业股份	605117.SH	逆变器	832.76	578.56	1413.18	2261.59	80.76	58.93	36.82
阳光电源	300274.SZ	逆变器	1976.49	1582.71	3157.27	5529.06	136.82	62.60	35.75
锦浪科技	300763.SZ	逆变器	747.65	473.83	1047.05	2128.99	120.99	71.41	35.12
固德威	688390.SH	逆变器	468.90	279.54	521.61	1248.96	144.68	89.89	37.54

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、风险提示

#### (一) 全球光伏装机增速不及预期

受疫情影响, 部分国家可能因为疫情影响装机的情况, 从而造成全球新增光伏装机不及预期, 进一步影响逆变器需求。

#### (二) 原材料价格大幅波动风险

若光伏上游原材料价格大幅波动, 如硅料、IGBT元件价格持续上涨, 且上涨压力不能全部传导至下游, 则企业盈利能力将受较大影响。

#### (三) 汇率波动影响部分国家需求

在国际环境剧烈波动下, 部分国家的本币相较于美元出现了贬值, 而组件是以美元结算为主, 如果本币贬值幅度较大, 存在实际成本上升的情况从而影响装机预期。

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,187</b>	<b>2,940</b>	<b>5,041</b>	<b>9,078</b>	<b>14,185</b>
货币资金	1,088	1,231	2,028	3,657	6,387
应收及预付	156	689	1,029	2,031	2,862
存货	350	855	1,488	2,767	4,002
其他流动资产	593	164	495	624	934
<b>非流动资产</b>	<b>372</b>	<b>775</b>	<b>965</b>	<b>1,136</b>	<b>1,303</b>
长期股权投资	26	44	56	68	80
固定资产	275	403	492	553	601
在建工程	7	111	156	209	265
无形资产	31	76	104	133	164
其他长期资产	33	142	157	174	193
<b>资产总计</b>	<b>2,560</b>	<b>3,715</b>	<b>6,006</b>	<b>10,215</b>	<b>15,488</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,076</b>	<b>1,984</b>	<b>3,721</b>	<b>6,686</b>	<b>9,744</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	907	1,684	3,184	5,755	8,403
其他流动负债	169	301	537	931	1,341
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>53</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	53	53	53	53
<b>负债合计</b>	<b>1,103</b>	<b>2,037</b>	<b>3,774</b>	<b>6,739</b>	<b>9,796</b>
股本	88	88	123	123	123
资本公积	947	972	972	972	972
留存收益	416	590	1,111	2,360	4,586
归属母公司股东权益	1,457	1,656	2,213	3,462	5,687
少数股东权益	0	22	20	14	5
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,560</b>	<b>3,715</b>	<b>6,006</b>	<b>10,215</b>	<b>15,488</b>

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,589</b>	<b>2,678</b>	<b>5,031</b>	<b>9,139</b>	<b>13,225</b>
营业成本	992	1,830	3,468	6,264	9,149
营业税金及附加	10	8	21	34	51
销售费用	131	211	428	685	793
管理费用	57	106	226	320	264
研发费用	92	188	402	640	793
财务费用	6	42	-32	-57	-100
资产减值损失	-7	-19	0	0	0
公允价值变动收益	1	-2	0	0	0
投资净收益	-5	7	4	12	15
<b>营业利润</b>	<b>302</b>	<b>296</b>	<b>569</b>	<b>1,350</b>	<b>2,413</b>
营业外收支	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>303</b>	<b>296</b>	<b>569</b>	<b>1,350</b>	<b>2,413</b>
所得税	44	18	50	106	197
<b>净利润</b>	<b>259</b>	<b>278</b>	<b>519</b>	<b>1,244</b>	<b>2,216</b>
少数股东损益	-1	-1	-2	-5	-10
<b>归属母公司净利润</b>	<b>260</b>	<b>280</b>	<b>522</b>	<b>1,249</b>	<b>2,226</b>
EBITDA	334	379	614	1,397	2,440
EPS (元)	2.96	3.18	4.23	10.14	18.07

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>440</b>	<b>296</b>	<b>1,024</b>	<b>1,887</b>	<b>3,000</b>
净利润	259	278	519	1,244	2,216
折旧摊销	22	46	74	99	117
营运资金变动	134	-66	433	556	681
其它	25	37	-3	-12	-14
<b>投资活动现金流</b>	<b>-729</b>	<b>51</b>	<b>-261</b>	<b>-258</b>	<b>-270</b>
资本支出	-128	-318	-252	-260	-273
投资变动	-601	357	-13	-11	-12
其他	1	11	4	12	15
<b>筹资活动现金流</b>	<b>732</b>	<b>-111</b>	<b>35</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	793	2	35	0	0
其他	-62	-112	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>433</b>	<b>210</b>	<b>797</b>	<b>1,629</b>	<b>2,730</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>244</b>	<b>677</b>	<b>1,231</b>	<b>2,028</b>	<b>3,657</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>677</b>	<b>887</b>	<b>2,028</b>	<b>3,657</b>	<b>6,387</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	68.1%	68.5%	87.9%	81.6%	44.7%
营业利润增长	148.4%	-1.8%	92.0%	137.0%	78.8%
归母净利润增长	153.2%	7.4%	86.6%	139.4%	78.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.6%	31.7%	31.1%	31.5%	30.8%
净利率	16.3%	10.4%	10.3%	13.6%	16.8%
ROE	17.9%	16.9%	23.6%	36.1%	39.1%
ROIC	18.3%	18.4%	21.8%	34.2%	37.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.1%	54.8%	62.8%	66.0%	63.2%
净负债比率	75.7%	121.4%	169.1%	193.9%	172.1%
流动比率	2.03	1.48	1.35	1.36	1.46
速动比率	1.70	1.03	0.94	0.93	1.03
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.62	0.72	0.84	0.89	0.85
应收账款周转率	10.72	8.63	9.23	9.02	9.09
存货周转率	4.55	3.13	3.38	3.30	3.30
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.96	3.18	4.23	10.14	18.07
每股经营现金流	5	3	8	15	24
每股净资产	16.55	18.82	17.96	28.10	46.16
<b>估值比率</b>					
P/E	80.43	144.68	89.89	37.54	21.07
P/B	14.37	24.42	21.19	13.55	8.24
EV/EBITDA	59.37	103.48	73.11	30.95	16.61

## 广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级分析师，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈昕：高级分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：高级研究员，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张芷菡：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 高翔：研究员，毕业于新加坡国立大学，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。