

华恒生物 (688639.SH)

设立宁城新基地, 再添重要产品苹果酸

核心观点:

- 公司发布 2022 年三季报, 业绩实现同比翻倍增长。公司 2022 年前三季度实现营收 9.84 亿元, 同比增长 58.38%, 实现归母净利润 2.17 亿元, 同比增长 112.61%; 22Q3 公司实现营收 3.55 亿元, 同比增长 46.93%, 实现归母净利润 0.88 亿元, 同比增长 120.40%。
- 新项目放量叠加原材料价格下行, 盈利能力环比提升。22Q3 单季度毛利率为 40.95%, 环比+2.86pct, 净利率为 24.80%, 环比+4.22pct。公司交替生产丙氨酸、缬氨酸项目和发酵法丙氨酸技改扩产项目产能有序释放, 原料端玉米淀粉价格环比-8.22%, 公司盈利能力进一步增强。
- 拟定增建设丁二酸及苹果酸项目, 设立宁城新基地, 产品版图再扩张。公司拟定增不超过 17.27 亿元用于宁城基地建设“5 万吨生物基丁二酸及原料生产项目”、“5 万吨生物基苹果酸项目”及补充流动资金, 公司合成生物学平台再添重磅产品苹果酸。苹果酸主要应用在食品饮料、医药、化工等领域, 食品饮料作为酸味剂使用需求占比 80%以上, 与柠檬酸、乳酸等传统酸味剂相比优势突出、附加值高; 2021 年全球柠檬酸市场规模约 270 万吨, 苹果酸替代柠檬酸市场空间广阔。目前公司苹果酸发酵生产技术已完成小试, 工艺流程已经打通。
- 合成生物学平台公司进入发展快车道。公司目前主要产品包括丙氨酸系列 (L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸)、L-缬氨酸、D-泛酸钙、泛醇和熊果苷等, 后续产品管线包括丁二酸、1,3-丙二醇、玫瑰精油等, 成长空间广阔。
- 盈利预测及投资建议。考虑公司产品放量超预期、新增重磅产品管线, 我们上调公司 22-24 年 EPS 至 2.81、4.12 和 5.68 元/股, 给予公司 23 年 PE 45 倍估值, 对应合理价值 185.20 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。需求大幅下滑; 产能建设进度低于预期; 生产经营事故等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	487	954	1,536	2,335	3,185
增长率 (%)	-0.8	95.8	61.0	52.0	36.4
EBITDA (百万元)	157	217	369	524	707
归母净利润 (百万元)	121	168	305	446	616
增长率 (%)	-4.2	38.9	81.2	46.3	38.1
EPS (元/股)	1.50	1.55	2.81	4.12	5.68
市盈率 (P/E)	-	83.28	51.94	35.49	25.70
ROE (%)	24.7	14.2	19.9	21.8	22.4
EV/EBITDA	-	64.21	42.26	29.49	21.29

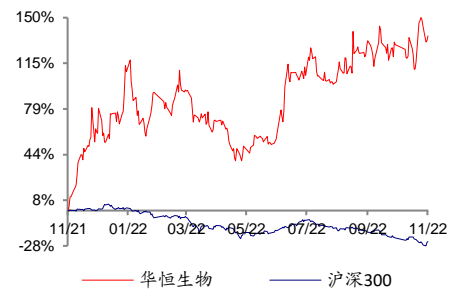
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	146.06 元
合理价值	185.20 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-03

相对市场表现



分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-23942150

wuxr@gf.com.cn

请注意, 邓先河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:

华恒生物 (688639.SH):Q3 2022-10-23

业绩预告超预期, 续创历史

最佳水平

华恒生物 (688639.SH):再 2022-09-13

添重磅产品琥珀酸, 新材料

加速扩张

华恒生物 (688639.SH):业 2022-08-18

绩延续高增长, 研发团队快

速扩容

联系人: 丁续

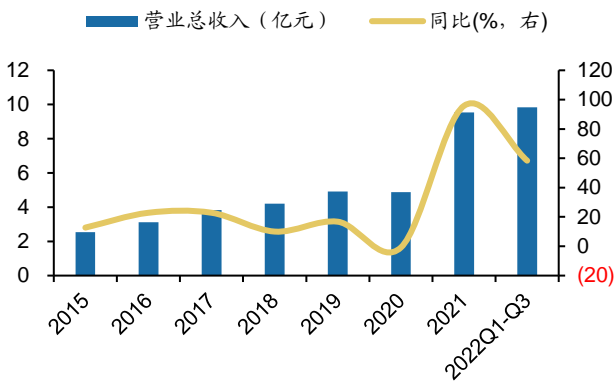
dingxu@gf.com.cn

一、2022Q3 业绩同比大幅提高，股权激励增加费用

华恒生物发布2022年三季度报。报告期内公司实现营收9.84亿元，同比增长58.38%，实现归母净利润2.17亿元，同比增长112.61%；实现扣非后归母净利润2.02亿元，同比增加123.13%；实现摊薄每股收益2.00元，每股经营性净现金流2.28元。其中22Q3公司实现营收3.55亿元，同比增长46.93%，实现归母净利润0.88亿元，同比增长120.40%。

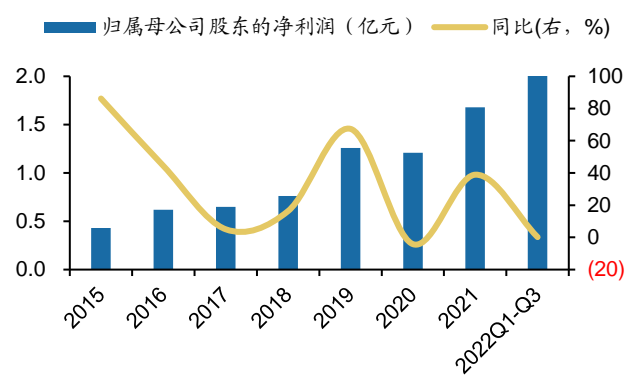
毛利率同比上升，股权激励等费用同比增加，多项目推进下在建工程大幅提升。报告期内公司毛利率同比提高8.83个百分点至39.36%。因支付股权激励费用等原因，公司管理费用同比提高86.39%至0.82亿元；因扩大研发投入等，研发费用同比提高76.58%至0.59亿元。销售费用因销售人员及薪酬费用增加，同比提高161.32%至0.20亿元。财务费用因汇兑收益增加，为-914.89万元，去年同期为-101.20万元。公司在建项目较多情况下，在建工程由21年末的0.65亿元大幅提升至22Q3末的2.63亿元。

图1：华恒生物营业收入趋势向上



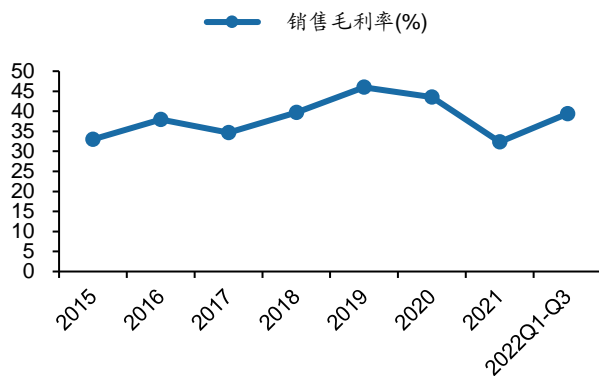
数据来源：华恒生物财报，广发证券发展研究中心

图2：华恒生物归母净利润快速增加



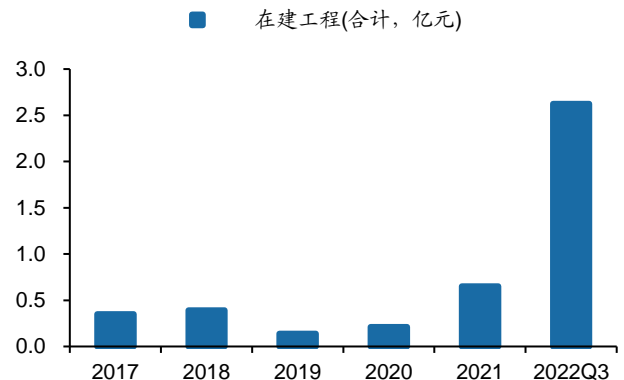
数据来源：华恒生物财报，广发证券发展研究中心

图3：华恒生物毛利率提升



数据来源：华恒生物财报，广发证券发展研究中心

图4：华恒生物在建工程



数据来源：华恒生物财报，广发证券发展研究中心

二、设立宁城新基地，拟定增建设丁二酸及苹果酸项目

华恒生物2022年度向特定对象发行A股股票预案，次向特定对象发行股票的数量不超过3252万股（含本数），不超过发行前股本的30%（含本数），向特定对象发行股票募集资金总额不超过17.27亿元，本次募集资金总额在扣除发行费用后的净额将用于“5万吨生物基丁二酸及原料生产项目”（总投资8.50亿元，拟投入募集资金7.58亿元）、“5万吨生物基苹果酸项目”（总投资6.84亿元，拟投入募集资金6.70亿元）及补充流动资金（3.00亿元）。本项目实施主体为全资子公司赤峰华恒，项目选址定于内蒙古自治区赤峰市宁城县；截至本预案公告日，本项目正在办理建设项目环境影响评价手续。

表1：华恒生物2022年定增募投项目（万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金数额
年产5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地建设项目	84,950.55	75,754.00
年产5万吨生物基苹果酸生产建设项目	68,435.06	66,953.09
补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计	183,385.61	172,707.09

数据来源：《华恒生物2022年度向特定对象发行A股股票预案》，广发证券发展研究中心

此外根据赤峰华恒合成生物科技有限公司年产5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地建设项目备案信息，丁二酸项目采用收购资产模式，进行设备和厂房恢复，改造扩建原30万吨玉米深加工项目，新建生物基丁二酸及其盐厂房，安装空气系统设备、丁二酸发酵系统设备、提取设备、淀粉制糖设备、副产品加工设备、数字化自控系统、污水尾气处理设施等先进设备。年处理60万吨玉米，利用合成生物技术采用生物基原料生产丁二酸，最终形成年产34万吨生物基产品原料（18万吨淀粉，16万吨葡萄糖）、18万吨副产品、5万吨生物基丁二酸及其盐。

宁城基地与秦皇岛、巴彦淖尔基地形成协同作用。根据百度地图，赤峰市宁城县与秦皇岛市相距约180公里，与巴彦淖尔市相距约970公里，未来宁城基地投产后将与秦皇岛、巴彦淖尔基地形成有力协同。

图5: 宁城基地与秦皇岛、巴彦卓尔基地形成协同作用

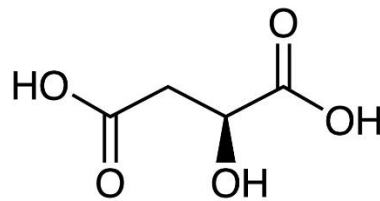


数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

三、布局发酵法苹果酸，管线再添重要产品

L-苹果酸，又称L-2-羟基-丁二酸，是生物体内重要的中间代谢产物，由于其分子结构中有一个不对称碳原子，因此，存 D-苹果酸、DL-苹果酸两种异构体。L-苹果酸是一种白色结晶状粉末，口感接近于天然苹果，酸味柔和，持久性长，有较强的吸湿性，易溶于水、乙醇、氯仿，无致突变、致畸作用，早在1967年，就被美国食品和药品管理局登记确认为一种安全、无毒、无害、可食用的有机酸，其允许摄入量(ADI)不需特殊规定。2004年，美国能源部将L-苹果酸列为十二大基础化学品之一。

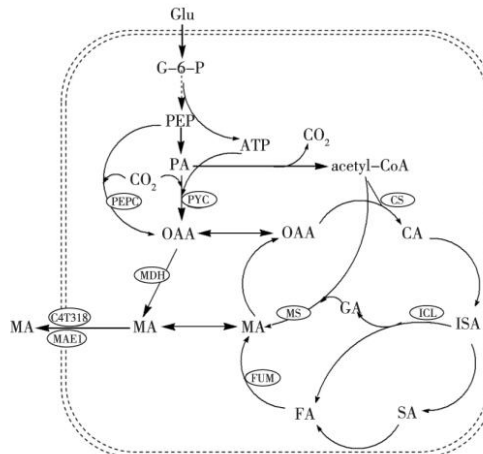
图6: L-苹果酸的分子结构



数据来源: Chemical Book, 广发证券发展研究中心

L-苹果酸是细胞代谢途径的必需中间物，也是一种重要的四碳二元羧酸，作为潜在的C4平台化合物，L-苹果酸又可以进一步转化为多种用于纺织业、农业和医药行业领域的化学品。目前工业上主要以苯为原料，通过化学合成法生产DL-苹果酸，然后经分离纯化获得L-苹果酸。随着公众对全球变暖、环境污染和原油短缺的关注日益增加，采用发酵法制取苹果酸更健康、安全，是苹果酸行业未来的主要发展趋势。

图7: L-苹果酸生物合成代谢途径

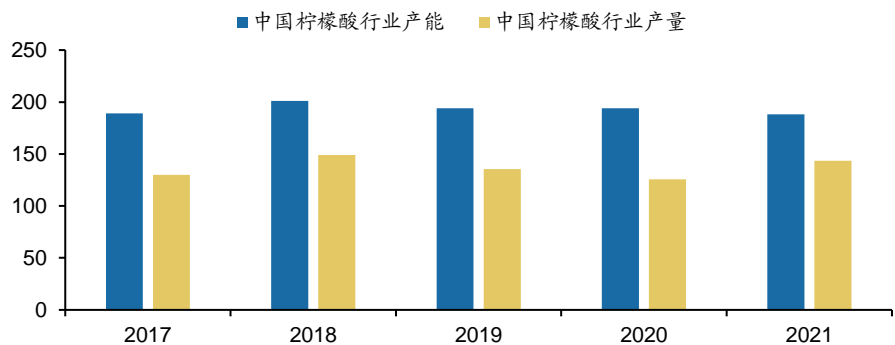


Glu—葡萄糖;G-6-P—6-磷酸葡萄糖;PEP—磷酸烯醇式丙酮酸;PA—丙酮酸;OAA—草酰乙酸;MA—L-苹果酸;Acetyl-CoA—乙酰 CoA;CA—柠檬酸;ISA—异柠檬酸;SA—琥珀酸;FA—富马酸;GA—乙醛酸;PEPC—磷酸烯醇式丙酮酸羧化酶;PYC—丙酮酸羧化酶;MDH—苹果酸脱氢酶;CS—柠檬酸合酶;ICL—异柠檬酸裂解酶;MS—苹果酸合酶;FUM—富马酸酶;C4T318—L-苹果酸转氨酶;MAE1—L-苹果酸转氨酶

数据来源: 袁恺《微生物制备 L-苹果酸的研究进展》, 广发证券发展研究中心

食品饮料领域: 苹果酸替代柠檬酸市场空间广阔。苹果酸在食品饮料作为酸味剂使用需求占比80%以上, 且其具有较好的酸度和口感, 与柠檬酸、乳酸等传统酸味剂相比优势突出、附加值高。根据 IMARC Services Private Limited、卓创资讯数据, 2021年全球柠檬酸市场规模约270万吨, 国内产能为188万吨, 产量143万吨, 苹果酸替代柠檬酸市场空间广阔。

图8: 中国柠檬酸行业产能产量 (万吨)

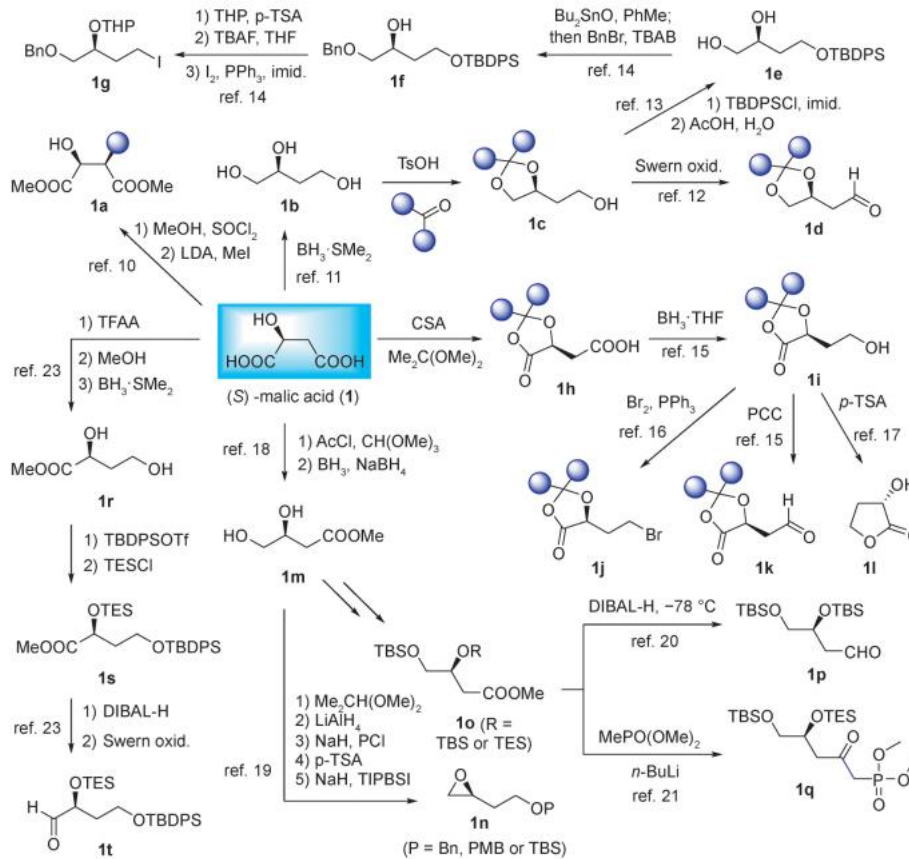


数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

医药领域: 苹果酸抗病毒、缓释的作用有益于减轻抗癌药物对人体的伤害, 同时, 苹果酸还可用于肝病、贫血、高血压等多种疾病的治疗。此外, 丰富的来源和低廉的价格、单一手性和多官能团、多反应位点等诸多特点, 使得 L-苹果酸成为有机合成,

特别是天然产物和药物合成重要的手性合成砌块。

图9：基于 L-苹果酸的重要合成砌块及其转化条件概览



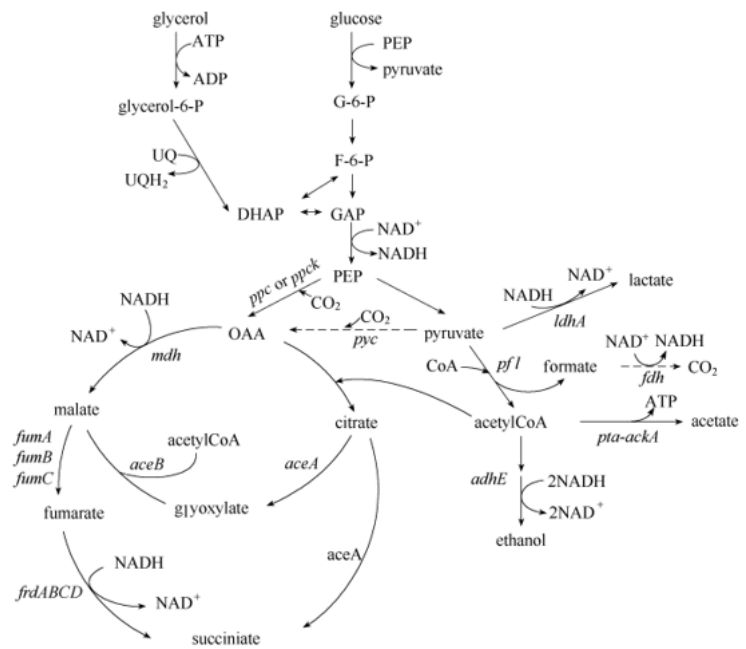
数据来源：罗世鹏《苹果酸—天然产物对映选择性全合成和合成方法学中多用途的手性合成砌块》，广发证券发展研究中心

化工领域：苹果酸可用作除垢剂、荧光增白剂的合成原料之一，添加到虫胶清漆或其它清漆中还可防止漆面结皮。

四、发酵法琥珀酸优势显著，可降解塑料拉动需求高增

华恒生物拟与杭州欧合生物签署《技术许可合同》，欧合生物将其拥有的“发酵法生产丁二酸”的相关技术授权公司使用，该技术许可的性质为独占实施许可，独占实施许可期限为20年。公司利用合同约定的技术成果实现产业化生产的当年起，按照每自然年度利用本技术成果生产形成的终端产品销售额（含税）的0.5%向欧合生物支付产业化提成，需支付许可费的期限为10年，独占实施许可期内剩余期限不再支付产业化提成。

图10: L-苹果酸生物合成代谢途径大肠杆菌合成丁二酸的代谢途径



数据来源:《生物法制造丁二酸研究进展》_张耀等_《化工学报》,广发证券发展研究中心

根据《安徽华恒生物科技股份有限公司关于签订技术许可合同暨关联交易的公告》,2021年国内丁二酸需求量约3-5万吨,主要用于可降解塑料PBS、食品、医药以及农业等行业,其中用于可降解塑料PBS占比约为50%以上。随着国家环保政策趋严,不可降解塑料的使用限制加强,国内可降解塑料正迎来爆发式增长。可降解塑料PBS的投资扩建将带动丁二酸特别是生物发酵法丁二酸的需求快速增长,预计2025年国内丁二酸需求量将超过20万吨。

欧合生物丁二酸采用的发酵法主要通过基因编辑强化了工程菌株的丁二酸合成路径,敲除了副产物合成路径。然后经过传代驯化获得了性状稳定的菌株,最后结合ARTP诱变筛选到了抗噬的稳定菌株。与传统生产丁二酸的化学法相比,发酵路线具有诸多特点:(1)工程菌株的产率接近理论产率;(2)代谢路径中的几个关键酶经过突变改造或过表达;(3)所使用的盐培养基成分简单,易于分离。

六、风险提示

（一）需求大幅下滑

公司产品新应用较多，考虑产品稳定性、使用便利性等因素，对消费者接受度存在不确定性，因而带来产品销量增长不确定性。

（二）产能建设进度低于预期

公司在建项目众多，且新项目预期会对公司利润带来可观贡献。如果新建项目进程或投产不及预期，将会直接影响未来几年公司整体盈利水平。

（三）生产经营事故

公司属于制造业，如果所在园区或企业出现安全事故，将影响正常生产、客户关系、企业成本。

（四）行业产能无序扩张

公司主要产品包括氨基酸、维生素等，如果行业产能无序释放，存在产能过剩风险，进一步影响公司产品价格和销量。

（五）原材料价格大幅波动

公司主要原材料包括葡萄糖/玉米淀粉等，上游原材料价格大幅波动可能导致公司产品毛利率不稳定。

（六）汇率大幅波动

公司不断开拓国外市场，丙氨酸等产品畅销国内外，业务总量较大，外汇结算时面临一定的汇率波动风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	262	853	1,195	1,664	2,387	经营活动现金流	110	96	312	272	560
货币资金	62	122	291	426	852	净利润	121	168	305	446	616
应收及预付	126	245	344	583	768	折旧摊销	35	48	52	62	72
存货	47	106	157	242	332	营运资金变动	-49	-128	-38	-227	-115
其他流动资产	27	380	402	413	435	其它	2	8	-7	-8	-13
非流动资产	481	622	785	955	1,137	投资活动现金流	-74	-512	-161	-155	-152
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-72	-179	-174	-169	-173
固定资产	390	463	582	708	845	投资变动	-2	-345	0	0	0
在建工程	21	65	115	165	215	其他	0	12	13	14	21
无形资产	42	44	41	37	33	筹资活动现金流	-21	477	19	18	17
其他长期资产	28	49	47	45	43	银行借款	76	54	20	20	20
资产总计	743	1,474	1,980	2,619	3,523	股权融资	0	596	0	0	0
流动负债	162	183	338	465	667	其他	-97	-173	-1	-2	-3
短期借款	55	18	38	58	78	现金净增加额	12	60	170	135	426
应付及预收	87	100	219	282	425	期初现金余额	48	60	122	291	426
其他流动负债	20	65	80	124	163	期末现金余额	60	120	291	426	852
非流动负债	91	108	108	108	108						
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	91	108	108	108	108						
负债合计	253	291	446	573	775						
股本	81	108	108	108	108						
资本公积	42	588	588	588	588						
留存收益	367	499	850	1,362	2,064						
归属母公司股东权益	490	1,183	1,534	2,046	2,749						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	743	1,474	1,980	2,619	3,523						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	487	954	1,536	2,335	3,185
营业成本	287	646	956	1,473	2,021
营业税金及附加	6	7	9	14	19
销售费用	7	15	31	47	64
管理费用	36	65	131	198	255
研发费用	30	53	92	140	191
财务费用	7	0	-3	-5	-9
资产减值损失	-3	-6	-3	-4	-4
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	5	11	12	19
营业利润	132	186	350	510	708
营业外收支	8	4	0	3	0
利润总额	140	191	350	513	708
所得税	19	23	46	67	92
净利润	121	168	305	446	616
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	121	168	305	446	616
EBITDA	157	217	369	524	707
EPS (元)	1.50	1.55	2.81	4.12	5.68

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-0.8%	95.8%	61.0%	52.0%	36.4%
营业利润增长	-9.3%	40.8%	88.0%	45.5%	38.9%
归母净利润增长	-4.2%	38.9%	81.2%	46.3%	38.1%
获利能力					
毛利率	41.2%	32.3%	37.7%	36.9%	36.6%
净利率	24.9%	17.6%	19.8%	19.1%	19.3%
ROE	24.7%	14.2%	19.9%	21.8%	22.4%
ROIC	19.3%	12.4%	17.5%	19.1%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	34.1%	19.7%	22.5%	21.9%	22.0%
净负债比率	51.7%	24.6%	29.1%	28.0%	28.2%
流动比率	1.62	4.66	3.54	3.58	3.58
速动比率	1.28	3.90	2.96	2.91	2.95
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.65	0.78	0.89	0.90
应收账款周转率	5.51	5.43	6.52	5.78	5.87
存货周转率	10.34	8.98	9.77	9.64	9.58
每股指标 (元)					
每股收益	1.50	1.55	2.81	4.12	5.68
每股经营现金流	1.35	0.88	2.88	2.51	5.17
每股净资产	6.05	10.91	14.15	18.88	25.36
估值比率					
P/E	-	83.28	51.94	35.49	25.70
P/B	-	11.84	10.32	7.74	5.76
EV/EBITDA	-	64.21	42.26	29.49	21.29

广发基础化工行业研究小组

- 邓先河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭齐坤：高级分析师，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁续：高级研究员，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 李凌芳：研究员，华东理工大学硕士，2015 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。