

港股研究
公司報告

2023年12月22日

首次覆蓋
投資評級：買入
目標價：4.65 港元
化肥領先企業

- **內地化肥行業領先企業：**於2022年，心連心化肥尿素產銷量於行業中排名第一，複合肥產銷量則於行業中排名前三，高效肥的市佔率則於行業中第一，中國心連心化肥於化肥行業中處於龍頭領先位置，前景正面。
- **產品組合豐富：**集團產品組合包括有尿素、複合肥、甲醇、二甲醚、三聚氰胺、N,N-二甲基甲醯胺、雙氧水、糠醇、糠醛、2-甲基咪喃、醫藥中間體、氣體等，產品較為多樣化，且具研發實力，具競爭優勢。
- **產能豐富並不斷擴大：**集團具有具規模產能而滿足市場需求，並且正不斷增加，目前集團尿素產能390萬噸，複合肥產能409萬噸（55萬噸為在建），甲醇108萬噸，三聚氰胺12萬噸，車用尿素溶液150萬噸，DMF 20萬噸等。
- **估值評級：**基於自由現金流估值模型的目標價為**4.65 港元**，運用加權平均資本成本9.4%計算，採用終端增長率3.0%，相等於2023/2024年預測市盈率4.8/4.1倍，給予**買入**評級。

財務指標

單位：人民幣	2021	2022	2023E	2024E	2025E
營業總收入（千元）	16,977,281	23,071,897	22,849,580	23,840,692	25,635,593
變動（%）	62.5%	35.9%	-1.0%	4.3%	7.5%
歸母淨利潤（千元）	1,295,445	1,326,211	1,070,991	1,256,403	1,555,041
變動（%）	272.6%	2.4%	-19.2%	17.3%	23.8%
每股基本盈利（分）	110.57	109.67	87.88	101.07	122.64
每股股息（元）	0.19	0.25	0.2525	0.265	0.281
市盈率	4.0	3.3	4.8	4.1	3.4
市賬率	0.65	0.46	0.43	0.38	0.32
毛利率	24.2%	18.8%	16.9%	17.6%	18.6%

來源：集團、中州國際證券研究部

最新主要資料

（截至2023年12月21日）

股價（港元）	3.42
已發行股份總數（千股）	1,218,763
市值（億港元）	41.68
3個月平均成交額（百萬港元）	1.88
52周股價波幅（港元）	3.05 - 4.96

股價表現（%）

	1個月	3個月	12個月
絕對值	0.6	(8.8)	(4.3)
相對恆生指數	7.1	(2.9)	10.9

股價及成交額走勢圖

資料來源：WIND

中州國際證券研究部

黃偉健, CFA

中央編號：BIC832

+852 2500 1352

ken.wong@ccnew.com.hk

公司概況

中國心連心化肥前身為新鄉化肥總廠，於1969年成立。及後於2003年改制為股份制企業，並於2006年於新加坡註冊成為外商獨資企業，曾在2007年於新加坡上市。其後在2009年於香港正式上市，並於2014年在新加坡申請退市。

集團總部及主要營業地點位於中國河南新鄉經濟開發區、新疆昌吉州瑪納斯縣包家店鎮塔西河工業園區，江西九江磯山工業園區。集團主要從事尿素、複合肥、甲醇、二甲醚、三聚氰胺、N,N-二甲基甲醯胺、雙氧水、糠醇、糠醛、2-甲基呋喃、醫藥中間體、氣體等相關差異化產品的研發、生產與銷售。

於2022年，心連心化肥尿素產銷量於行業中排名第一，複合肥產銷量則於行業中排名前三，高效肥的市佔率則於行業中第一，中國心連心化肥於化肥行業中處於龍頭領先位置，具有較強競爭優勢。

集團擁有「國家企業技術中心」、「博士後科研工作站」、「河南省化肥生產系統節能工程技術研究中心」等科研平台。

集團產品

集團收入分類主要劃分為以下產品，包括尿素、複合肥、甲醇、三聚氰氨、車用尿素溶液、糠醇、醫藥中間體、液氨、DMF及其他。

尿素

集團尿素產品有不同系列，包括，水觸膜尿素、控失尿素、聚能網尿素、黑力旺腐植酸尿素、普通大、中、小顆料尿素。

集團尿素產品收入由2019年的28.3億元人民幣，增加至2022年的82.5億元，複合年增長率29.2%，佔總收入35.8%。為行業最大規模的供應商。我們預期集團尿素收入於2023年略為增加2.5%，至84.6億元人民幣，並將增加至2027年的130億元人民幣，複合年增長率9.6%。

複合肥

集團複合肥主要產品有近百種配方，產品系列包括：黑力旺、天香果色、水觸膜、新一代控失肥、聚能網、硝硫基、新一代辛得利、新一代猛得利、甲多好、高聚能、稻香歸等。

集團複合肥產品收入由2019年的32.2億元人民幣，增加至2022年的65.7億元，複合年增長率19.8%，佔總收入28.5%。我們預期集團複合肥收入於2023年將下跌15.1%，至55.8億元人民幣，並將回升及增加至2027年的73.8億元人民幣，複合年增長率2.4%。

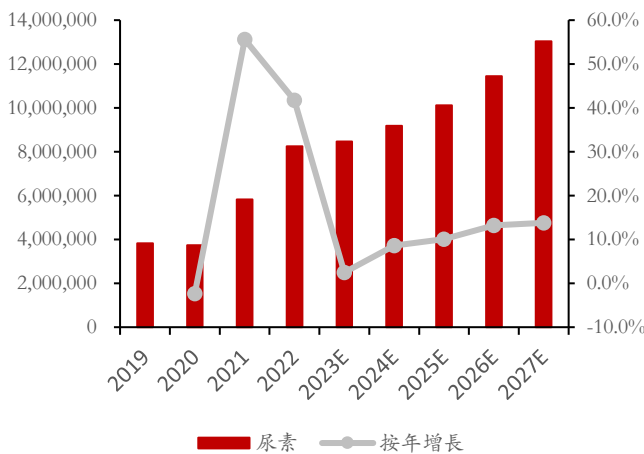
圖表1：集團尿素產品



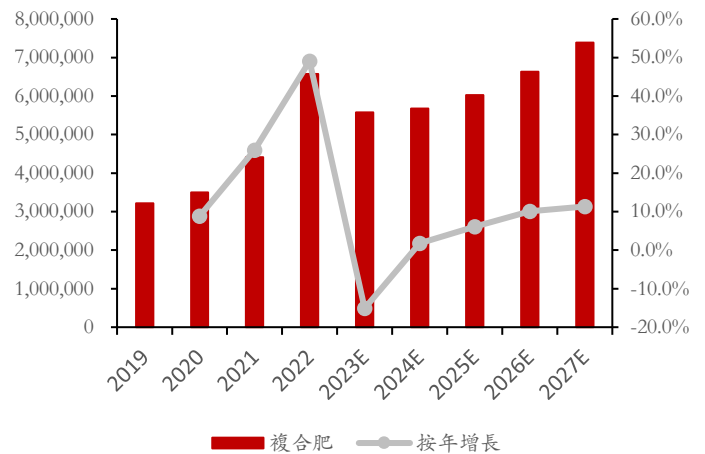
圖表2：集團複合肥產品



圖表3：集團尿素收入及預測



圖表4：集團複合肥收入及預測



來源：集團、中州國際證券研究部

甲醇

集團甲醇主要產品主要用於烯烴、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸、精細化工等多種有機產品。也是農藥、醫藥的重要原料之一。

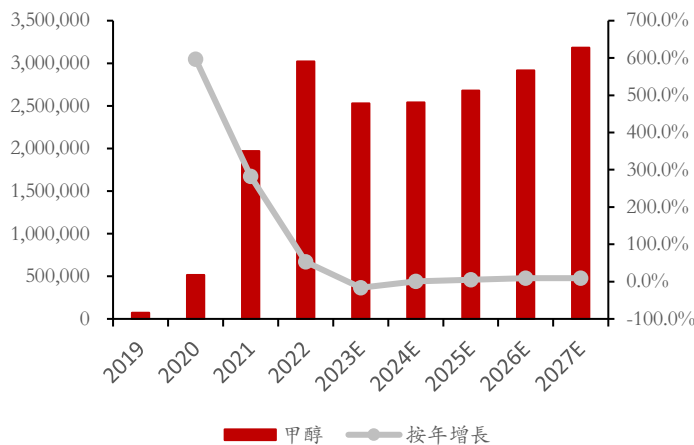
集團甲醇產品收入由2019年的7.4千萬元人民幣，增加至2022年的30.2億元，複合年增長率244.4%，佔總收入13.1%。我們預期集團甲醇收入於2023年將下跌16.3%，至25.3億元人民幣，並將回升及增加至2027年的31.8億元人民幣，複合年增長率1.0%。

三聚氰氨

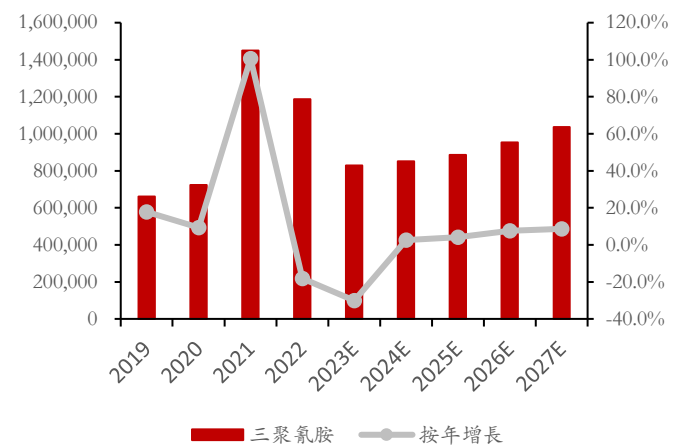
集團三聚氰氨產品主要用於生產甲醛樹脂，廣泛用於木材、塑料、塗料、造紙、紡織、皮革、電氣、醫藥等行業。

集團三聚氰氨產品收入由2019年的6.6億元人民幣，增加至2022年的11.9億元，複合年增長率20.6%，佔總收入5.1%。我們預期集團三聚氰氨收入於2023年將下跌30.1%，至8.3億元人民幣，並將回升及增加至2027年的10.4億元人民幣，複合年增長率-2.7%。

圖表 5：集團甲醇收入及預測



圖表 6：集團三聚氰氨收入及預測



來源：集團、中州國際證券研究部

車用尿素溶液

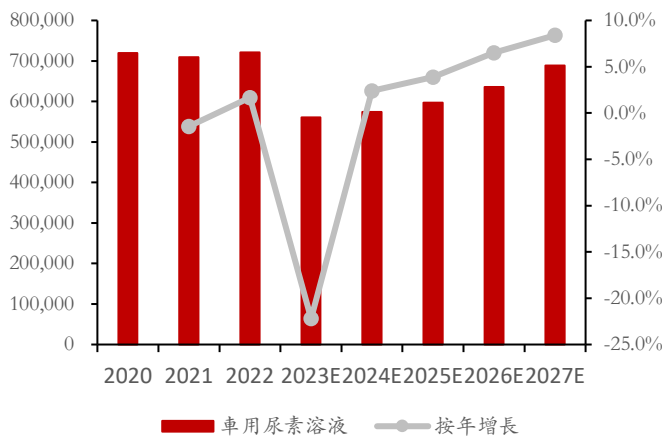
集團車用尿素溶液主要專供車用尿素溶液生產使用，無需提純，能降低生產成本，集團主要產品系列有心連心海藍、心連心天藍和心連心夢藍。

集團車用尿素溶液產品收入由2020年的7.20億元人民幣，增加至2022年的7.21億元，複合年增長率0.1%，佔總收入3.1%。我們預期集團車用尿素溶液收入於2023年將下跌22.2%，至5.6億元人民幣，並將回升及增加至2027年的6.9億元人民幣，複合年增長率-0.9%。

糠醇

集團糠醇產品收入由2019年的4.1億元人民幣，增加至2022年的6.2億元，複合年增長率4.5%，佔總收入2.7%。我們預期集團糠醇收入於2023年將增2.5%，至6.4億元人民幣，並持續增加至2027年的9.9億元人民幣，複合年增長率9.7%。

圖表7：集團車用尿素溶液收入及預測



圖表8：集團糠醇收入及預測



來源：集團、中州國際證券研究部

醫藥中間體

集團醫藥中間體產品收入由2020年的2.3億元人民幣，增加至2022年的4.4億元，複合年增長率37.9%，佔總收入1.9%。我們預期集團醫藥中間體收入於2023年將增35.4%，至5.96億元人民幣，並持續增加至2027年的8.3億元人民幣，複合年增長率13.5%。

液氮

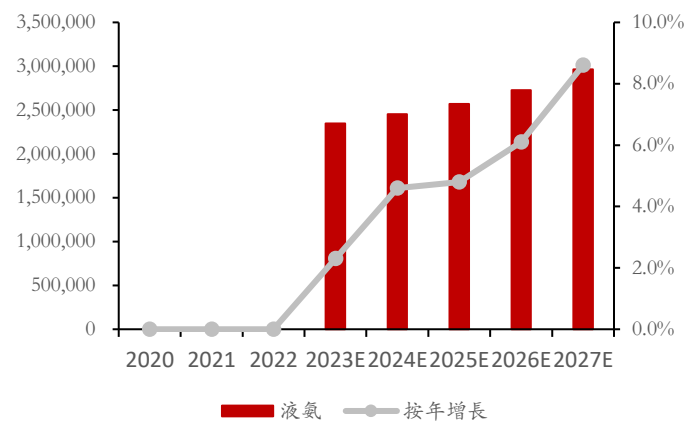
集團液氮產品主要應用於農業、工業、環保、醫藥、制冷、食品等領域。

集團液氮產品於2023年開始發佈分部業績，我們預期集團液氮產品收入於2023年將為23.5億元人民幣，並持續增加至2027年的29.6億元人民幣，複合年增長率4.8%。

圖表 9：集團車用尿素溶液收入及預測



圖表 10：集團液氮收入及預測



來源：集團、中州國際證券研究部

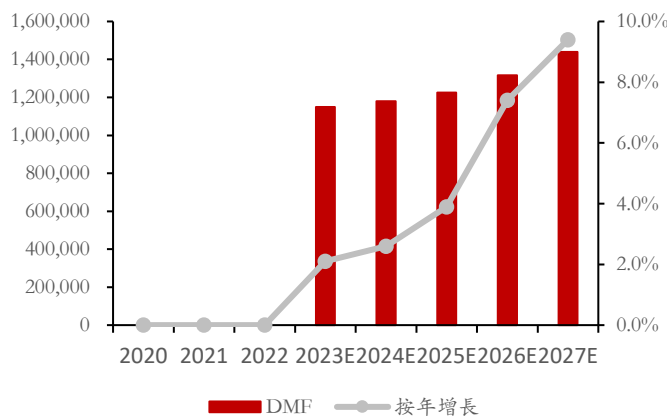
DMF

集團 DMF 產品於 2023 年開始發佈分部業績，我們預期集團液氮產品收入於 2023 年將為 11.5 億元人民幣，並持續增加至 2027 年的 14.4 億元人民幣，複合年增長率 4.6%。

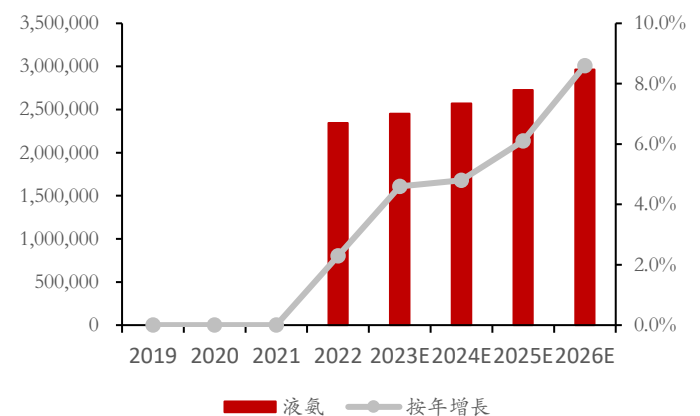
其他

集團其他產品收入由 2019 年的 8.9 億元人民幣，增加至 2022 年的 47.7 億元，複合年增長率 106.2%，佔總收入 20.7%。我們預期集團其他收入於 2023 年將減少約 23.4%，至 36.6 億元人民幣，並回升至 2027 年的 45.0 億元人民幣，複合年增長率 -1.2%。

圖表 11：集團車用尿素溶液收入及預測



圖表 12：集團液氮收入及預測

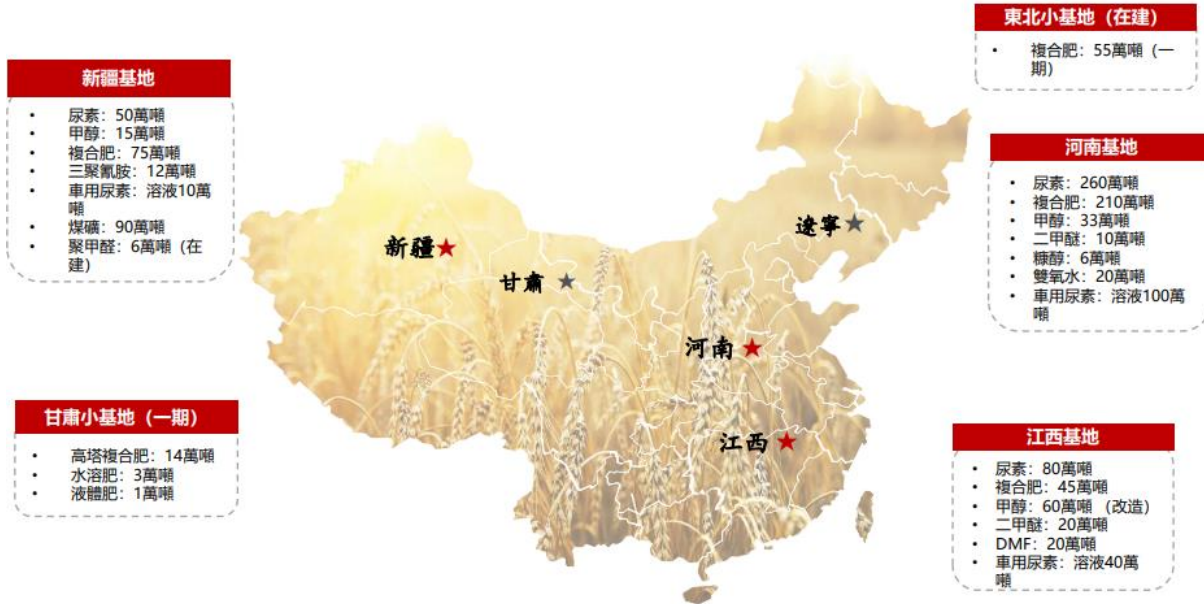


來源：集團、中州國際證券研究部

產能持續擴大

集團具有具規模產能而滿足市場需求，並且正不斷增加，目前集團尿素產能 390 萬噸，複合肥產能 409 萬噸（55 萬噸為在建），甲醇 108 萬噸，三聚氰胺 12 萬噸，車用尿素溶液 150 萬噸，DMF 20 萬噸等。

圖表 13：集團主要產品及產能



來源：集團

具差異化競爭優勢

集團具有多種產品，產品組合豐富，並且擁有強大研發能力，集團研發人員共 713 人，擁有專利數量 430 項，累計申請專利 500 項，因此能不斷提升產品質素及應用領域，加上集團擁有多品牌發展策略，所以在市場上擁有較強競爭優勢。

具綠色可持續發展

集團早在多年前已順利通過「環保管理體系 ISO14001 認證」，及「職業健康安全管理體系 ISO18001 認證」，集團高度重視企業社會責任，煤炭轉化率已提升至 99.7% 以上，污染物排放總量下降 60% 以上，相信具有長遠可持續發展優勢。

具規模經濟，可有效降低成本，提升效能及利潤表現

集團規模於行業中屬龐大，多個產品設有不同生產設備，可有效運用及整合重複資源，從而降低營運及生產成本，相對規模較小的同業具有較高營運效率，能發揮規模經濟效益，長遠來說能提升整體利潤表現。

同業對比

集團市盈率為 2.79 倍，低於同業平均值。

圖表 14：同業情況：

名稱	代號	上市地方	上市日期	市值 (億港元)	市盈率	市銷率	市賬率	股價	2022年	2022年
									收入 (百萬元人民幣)	收入增長 (%)
中國心連心化肥	1866.HK	港股	2009-12-08	41.7	2.81	0.16	0.54	3.42	23,072	35.9
中化化肥	0297.HK	港股	1996-09-30	60.4	4.83	0.23	0.57	0.86	23,003	1.6
中海石油化學	3983.HK	港股	2006-09-29	87.6	4.76	0.55	0.47	1.90	14,279	6.6
東光化工	1702.HK	港股	2017-07-11	14.3	6.56	0.41	0.79	2.30	3,131	8.7
世紀陽光	0509.HK	港股	2004-02-17	0.5	-0.05	0.08	0.03	0.01	475	(60.1)
平均				40.9	3.78	0.29	0.48		12,792	(1.5)

來源：Wind

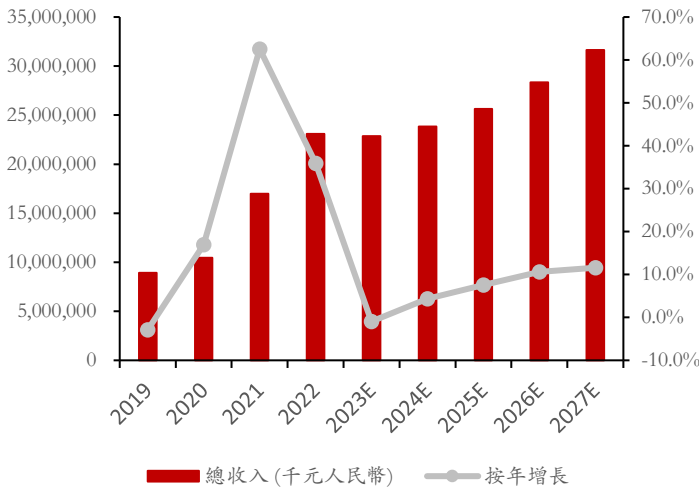
數據截於 2023 年 12 月 21 日

財務分析

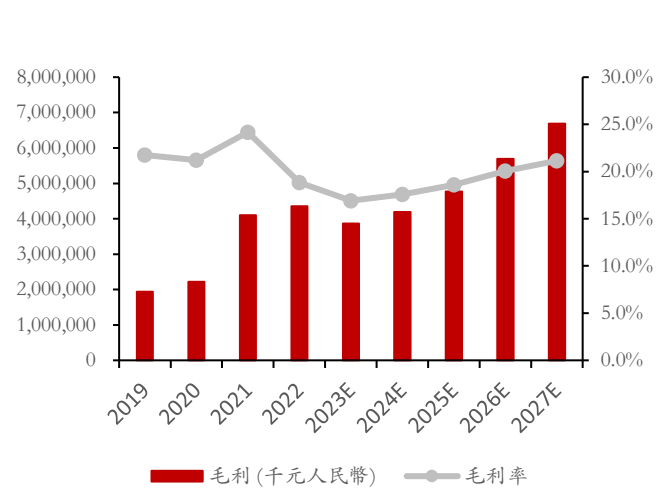
集團收入由2019年的89.3億元人民幣，增加至2022年的230.7億元人民幣，實現複合年增長率37.2%，各業務貢獻表現不一，尿素業務貢獻佔比最大，於2022年佔35.8%；集團股東應佔利潤則由2019年的3.16億元人民幣，增加至2022年的13.3億元人民幣，實現複合年增長率61.2%，財務表現強勁。

我們預期集團收入將於2023年略為下跌，主要受到內地經濟復甦較預期慢所影響，收入將下跌約1.0%至228.5億元人民幣，並將受惠於內地經濟回暖，帶動集團收入於2027年可達316.4億元人民幣，達到複合年增長率6.5%。我們亦預期集團股東應佔利潤於2023年將下跌19.2%，至10.7億元人民幣，於2027年將達到25.2億元人民幣，複合年增長率13.7%。

圖表 15：集團營業收入及預測

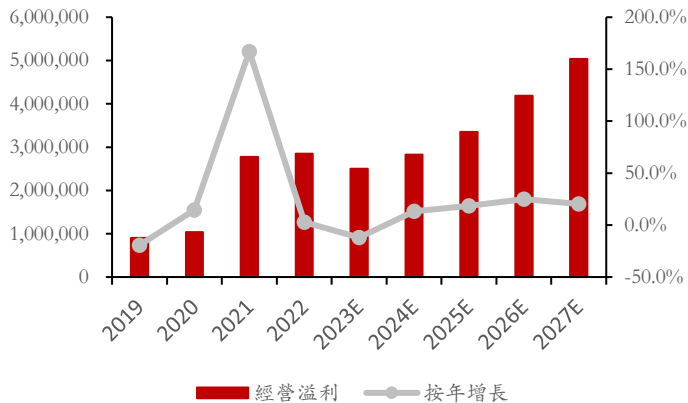


圖表 16：集團毛利及毛利率及預測

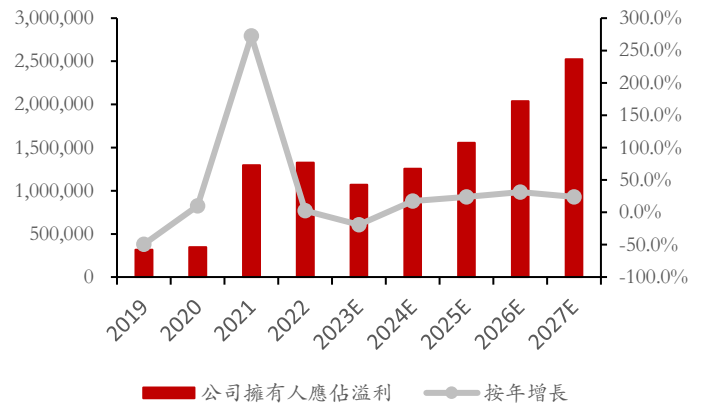


來源：集團、中州國際證券研究部

圖表 17：集團經營溢利及預測



圖表 18：公司擁有人應佔利潤及預測

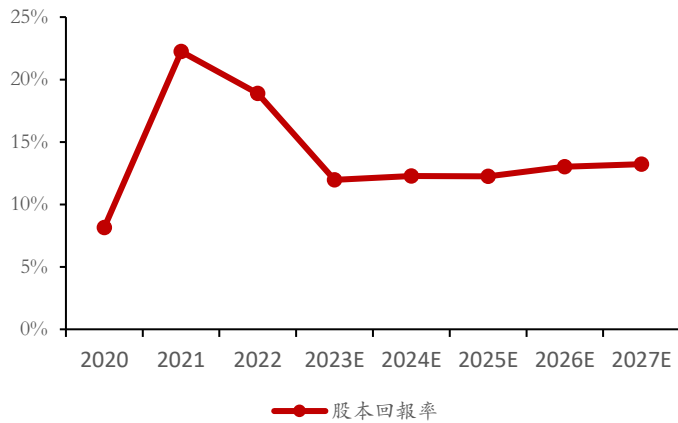


來源：集團、中州國際證券研究部

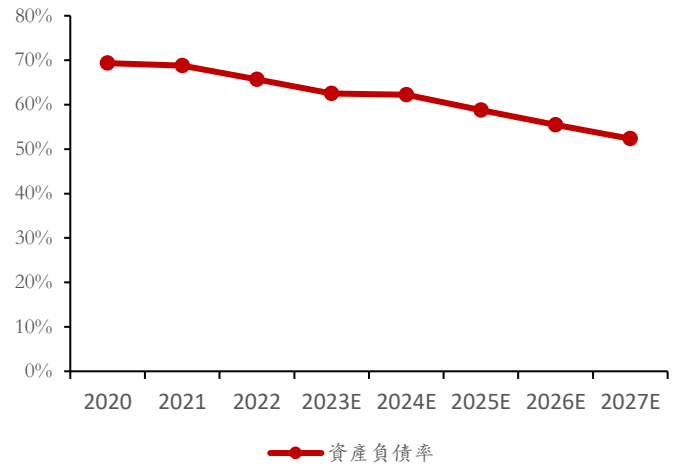
集團股東回報率 (ROE) 由 2020 年的 8.2%，增加至 2021 年的 22.2%，並略為回落至 2022 年的 18.9%。我們預期集團業務於 2023 年有所下跌，並於 2024 年開始回暖，淨利率有所提升，股東回報率將維持平穩。

集團資產負債率由 2020 年 69.3%，下跌至 2021 年的 68.8%，再下跌至 2022 年的 65.7%。我們預期集團資產負債率於 2023 年將繼續下跌至 62.5%，並將持續下跌至 2027 年的 52.3%，以反映資本結構將持續改善。

圖表 19：集團股東回報率 ROE 及預測



圖表 20：資產負債率及預測



來源：集團、中州國際證券研究部

盈利預測、估值及投資建議

中國心連心化肥尿素產銷量於行業中排名第一，複合肥產銷量則於行業中排名前三，高效肥的市佔率則於行業中第一，中國心連心化肥於化肥行業中處於龍頭領先位置，具有較強競爭優勢，前景正面。

我們預期集團 2023 年全年收入按年跌 1.0%至人民幣 228.5 億元，股東應佔利潤按年跌 19.2%至人民幣 10.7 億元，每股基本盈利按年跌 19.9%至 87.88 分人民幣。我們預期集團 2027 年收入將增至人民幣 316 億元，五年複合年增長率 6.5%，股東應佔利潤將增至人民幣 25.2 億元，五年複合年增長率 13.7%，集團將重拾增長。

由於集團過往現金流表現穩健，本次估值採用折現現金流方式。基於折現現金流估值模型的目標價為 4.65 港元，運用加權平均資本成本 9.4%，終端增長率採用 3.0%，給予買入評級。

敏感性分析

我們以不同的加權平均資本成本（WACC）及不同的終端增長率對股價作敏感性分析：

圖表 21：股價敏感性分析（縱軸：終端增長率，橫軸：加權平均成本 WACC）

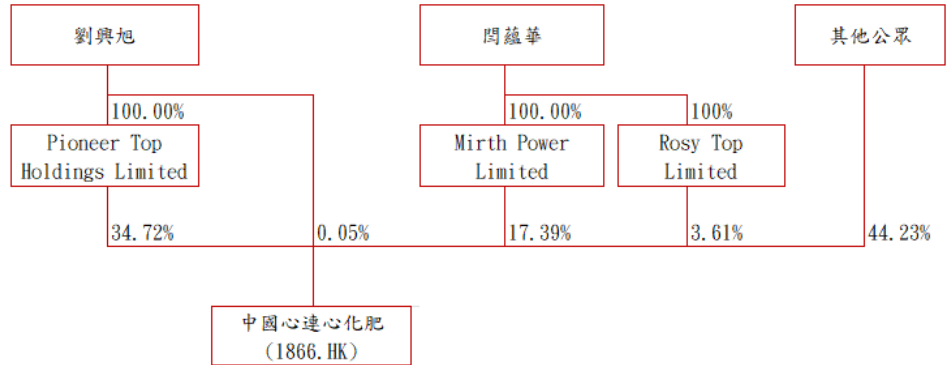
	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.4%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
2.0%	6.06	5.32	4.70	4.17	3.80	3.32	2.97	2.66	2.38
2.5%	6.83	5.96	5.23	4.62	4.20	3.65	3.25	2.91	2.60
3.0%	7.78	6.72	5.86	5.14	4.65	4.02	3.58	3.19	2.85
3.5%	8.95	7.65	6.61	5.76	5.19	4.46	3.95	3.51	3.13
4.0%	10.47	8.81	7.52	6.50	5.82	4.97	4.38	3.88	3.45

主要風險

- 內地經濟復甦較預期慢
- 政策風險
- 行業競爭增加

股權結構

圖表 22：股權結構



來源：港交所、中州國際證券研究部整理

圖表 23：主要股東

股東	持股比例	實際控制人
Pioneer Top Holdings Limited	34.72%	劉興旭（集團董事會主席、執行董事）
Mirth Power Limited	17.39%	閔蘊華（集團執行董事）

來源：港交所

附錄 1：預測集團利潤表
利潤表 人民幣：千元 財務年度截至 12 月底

日期	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
營業收入	10,444,722	16,977,281	23,071,897	22,849,580	23,840,692	25,635,593
銷售成本	(8,230,163)	(12,873,163)	(18,723,015)	(18,985,137)	(19,649,617)	(20,867,893)
毛利	2,214,559	4,104,118	4,348,882	3,864,442	4,191,075	4,767,700
其他收入及收益	198,730	169,368	187,293	233,367	289,609	338,552
銷售及分銷開支	(620,599)	(475,975)	(529,379)	(517,733)	(537,407)	(574,488)
一般及行政開支	(624,260)	(934,618)	(1,071,615)	(1,052,326)	(1,096,524)	(1,171,087)
其他開支	(1,297,555)	(885,899)	(872,000)	(884,211)	(904,544)	(945,255)
經營溢利	1,038,675	2,774,304	2,847,981	2,439,330	2,756,299	3,266,153
財務成本	(401,379)	(583,370)	(662,193)	(672,788)	(684,898)	(703,391)
金融資產的減值虧損	(5640)	(14,570)	(9,806)	(9,649)	(9,688)	(10,056)
應佔聯營公司溢利	(582)	1,232	4,675	4,511	4,629	4,791
除所得稅前利潤	631,074	2,177,596	2,180,657	1,761,404	2,066,342	2,557,497
所得稅開支	(106,926)	(406,514)	(372,482)	(301,200)	(353,344)	(437,332)
淨利潤(千元)	524,148	1,771,082	1,808,175	1,460,204	1,712,997	2,120,165
公司擁有人應占溢利	347,662	1,295,445	1,326,211	1,070,991	1,256,403	1,555,041
非控股權益	176,486	475,637	481,964	389,213	456,595	565,124

附錄 2：預測集團資產負債表
資產負債表 人民幣：千元 財務年度截至 12 月底

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
物業、廠房及設備	15,000,465	18,058,005	19,457,875	22,376,556	25,733,040	29,592,996
使用權資產	1,140,330	980,046	1,386,660	1,733,325	2,079,990	2,495,988
無形資產	63,385	65,965	59,219	58,035	56,874	55,736
商譽	63,022	63,022	63,022	68,064	73,509	79,390
煤礦開採權	84,643	236,961	233,434	247,440	262,286	278,024
按公平值計入損益的股權投資	6,708	6,708	6,708	7,110	7,537	7,989
購置物業、廠房及設備項目的預付款項	120,060	81,892	117,923	124,998	132,498	140,448
應收關連公司款項	0	0	3,522	3,733	3,957	4,195
已抵押定期存款	1,400	9,700	23,833	25,263	26,779	28,385
遞延稅項資產	100,430	102,523	84,737	95,753	108,201	122,267
其他資產	101,115	36,883	92,038	104,003	117,523	132,801
於聯營公司投資	94,411	95,643	107,318	113,757	120,583	127,817
於附屬公司投資	0	0	0	0	0	0
非流動資產總額	16,775,969	19,737,348	21,636,289	24,958,038	28,722,777	33,066,037
存貨	992,149	1,607,385	1,699,459	1,823,860	1,957,367	2,100,646
按公平值計入損益的股權投資	16,092	13,076	11,817	7,088	4,252	2,551
預付款項	514,181	1,027,737	1,230,583	1,313,583	1,402,181	1,496,754
按金及其他應收款項	509,988	472,664	194,128	223,247	247,804	275,063

其他資產	13,441	0	13,799	15,179	16,697	18,366
衍生金融工具	0	28	9,827	10,810	11,891	13,080
貿易應收款項及應收票據	743,392	1,004,578	1,019,675	1,223,610	1,345,971	1,480,568
合約資產/可收回所得稅	0	0	6,084	7,301	8,031	8,834
應收關連公司/附屬公司款項	1,804	8,890	4,087	4,904	5,395	5,934
已抵押定期存款	706,035	743,845	571,663	605,963	642,321	680,860
現金及現金等價物	682,041	893,116	1,469,765	1,488,729	1,507,938	1,438,850
流動資產總額	4,179,123	5,771,319	6,230,887	6,724,274	7,149,847	7,521,507
資產總額	20,955,092	25,508,667	27,867,176	31,682,312	35,872,623	40,587,543
非控股權益貸款	114	47,800	48,800	54,656	61,215	68,560
計息銀行及其他借款	5,210,059	4,966,562	6,779,442	7,118,414	7,474,335	7,848,052
遞延補貼	82,105	71,881	72,068	294,037	1,199,673	1,295,647
租賃負債	27,198	20,717	19,513	21,855	24,477	27,414
遞延稅項負債	50,143	68,520	118,062	120,423	122,832	125,288
恢復撥備	24,723	25,342	25,748	105,052	428,612	462,900
應計費用及其他應付款項	89,117	549,896	589,384	660,110	739,323	828,042
其他負債	0	111,884	105,576	107,688	109,841	112,038
應付債券	489,892	296,482	0	0	0	0
非流動負債總額	5,973,351	6,159,084	7,758,593	8,482,235	10,160,307	10,767,942
貿易應付款項	508,978	774,423	645,698	768,381	914,373	1,088,104
應付票據	1,110,814	850,474	496,618	531,292	568,386	608,071
合約負債	818,149	1,079,227	1,514,349	1,680,927	1,865,829	2,071,071
應計費用及其他應付款項	1,847,288	1,815,284	1,936,448	2,091,364	2,258,673	2,439,367
應付關連公司/附屬公司款項	12,239	81,166	71,632	79,512	88,258	97,966
應付所得稅	42,709	167,337	0	0	0	0
遞延補貼	9,317	9,619	10,426	11,573	12,846	14,259
租賃負債	45,343	2,541	3,738	3,850	3,966	4,085
計息銀行及其他借款	4,137,660	6,402,213	5,556,085	5,833,889	6,125,584	6,431,863
其他負債	24,870	5,983	6,280	6,343	6,406	6,470
應付債券	0	198,222	299,481	303,973	308,533	313,161
流動負債總額	8,557,367	11,386,489	10,540,755	11,311,103	12,152,854	13,074,416
負債總額	14,530,718	17,545,573	18,299,348	19,793,338	22,313,161	23,842,357
公司擁有人應占權益	4,530,433	5,694,856	6,886,203	8,966,002	10,373,424	13,272,404
非控股權益	1,893,941	2,268,238	2,681,625	2,922,971	3,186,039	3,472,782

來源：集團、中洲國際證券研究部

投資評級體系和免責聲明

行業投資評級

強於大市：未來 6-12 個月內行業指數相對大盤漲幅 10% 以上；
同步大市：未來 6-12 個月內行業指數相對大盤漲幅-10% 至 10% 之間；
弱於大市：未來 6-12 個月內行業指數相對大盤跌幅 10% 以上。

公司投資評級

買入：未來 6-12 個月內公司股價潛在漲幅 15% 以上；
增持：未來 6-12 個月內公司股價潛在漲幅 5% 至 15%；
中性：未來 6-12 個月內公司股價潛在漲幅-5% 至 5%；
減持：未來 6-12 個月內公司股價潛在漲幅-5% 至 15%；
賣出：未來 6-12 個月內公司股價潛在跌幅-15% 以上。

並無要約/建議/受信關係

本報告所載數據及資料只供參考用途，並不構成任何證券、金融產品或工具要約、招攬、建議、意見或任何保證。相關的數據及資料亦未有考慮任何特定個人的投資目標、財務狀況及具體需要。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

分析員聲明

本報告準確表述了分析員及其發行人對所提及的證券之個人觀點及意見。

分析員所得報酬的任何組成部分無論是在過去、現在及將來均不會直接或間接地與本報告所表述的具體建議或觀點相聯繫；分析員獨立於任何業務部門並不直接受監管及彙報予投資銀行業務等業務部門。本報告所述任何上市公司或其他協力廠商都沒有或沒有承諾向他們提供與本報告有關的任何補償或其他利益。本報告的分析員並無擔任本報告所述上市公司之高級職員。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士(按香港《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》的相關定義)沒有擔任本報告所述的高級職員；亦無擁有有關證券的任何權益；並沒有在發表本報告 30 日前處置或買賣該等證券；不會在發表本報告後 3 個工作日內處置或買賣本報告中所提及的該等股票。

風險披露

投資涉及風險，金融產品價格有可能會大幅波動，價格可升亦可跌，更可變得毫無價值。投資未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失，往績數字並非未來表現的指標。結構性產品可能並無抵押品，如發行人無力償債或違約投資者可能無法收回全部或部分應收款項，產品價格可以急升或急跌，投資者有機會蒙受投資全部損失。投資前應考慮投資產品是否切合本身的投資需要。若有需要應諮詢其他獨立專業人士之意見，方可作出有關投資決定。

權益披露

中州國際證券有限公司(“中州國際”或“本公司”)，為香港證監會第一類及第四類受規管活動之持牌機構。中州國際及其關聯公司為一家綜合性、從事投資銀行、經紀人業務的金融集團，在過去 12 個月內與報告中提到的公司可能存在投資銀行業務/財務顧問的關係。因此，本公司在於編制本報告時，會盡可能避免利益衝突及影響對相關公司的評價的事件。唯投資者應注意本報告可能存在的可能影響客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。

中州國際及其關聯公司可能持有本報告所述上市公司的任何類別的普通股證券 1% 或以上的財務權益。

衝突披露

中州國際、其關聯公司和/或其關聯公司的管理人員、董事及員工可能持有本報告所提及的任何證券或任何相關的投資。並可能不時增持或減持此類證券或投資。中州國際和其關聯公司可能是本報告中所提及的任何公司證券或投資的造市商，或者曾經承銷這些公司的證券，或者為這此公司提供或尋求提供任何投資銀行或承銷服務。

互聯網通訊並不完全穩妥或保密，相關通訊可能會被截斷、干擾或在傳送時失敗以及亦可會被誤解或出現錯誤。

所載資料並無核實

內容純粹為提供資料而編寫，並未經過任何司法管轄區的任何監管機構審閱。

所述資料及數據均來自本公司認為可靠的公開來源所得。然而，我們並無核實有關資料，而有關資料可能並不完整或準確。本公司所提供的資料所載的意見、估計及其他資訊可在未經事先通知的情況下更改或撤回。

本公司及其關聯公司、其董事或雇員(「相關方」)並不就本報告所載之聲明、資料及內容的準確性、及時性和完整性做出任何明示或隱含之聲明或保證。

商標及版權

本報告所載的商標、標識及服務商標乃資料的所有內容的版權均屬於本公司擁有，任何人士及機構在未取得本公司書面同意前不得更改、複製、發放、刊登或下載，或用於商業或公眾用途。

地址：香港中環康樂廣場 8 號交易廣場二期 1505-1508 室

電話：+852 2500 1375