

中国水务 (855 HK)

2021 年财年中期业绩合乎预期

2021 年财年中期实际股东净利润同比增长 30.1%

公司昨天(11 月 26 日)公布合乎我们预期的 2021 年财年(年结: 3 月 31 日)中期业绩。实际股东净利润(扣除一次性收益)同比上升 30.1%至港币 8.7 亿, 主要因为: (一)高毛利率的供水经营及接驳收入分别同比增长 8.4%及 20.1%; (二)利息支出同比下跌 19.6%(见图表 1)。毛利率则由 2020 上半财年的 42.8%温和下跌至 2021 上半财年的 41.1%, 主要因为: (一)较低毛利率的供水建设业务增快; (二)污水业务收入下跌。

新冠疫情下持续扩张产能

一如我们所料, 中国水务在新冠疫情下持续扩大产能, 新增不同项目。不计算联营公司康达环保(6136 HK; 未评级), 中国水务的水务总处理能力(含在建及拟建项目)由 2020 年 3 月底的 1,519 万吨/日增长至 2020 年 9 月底的 1,578 万吨/日(见图表 2), 期内新增供水项目的处理能力为 59.5 万吨/日, 已经高于 2020 年财年全年新增 33 万吨/日处理能力。由今年 10 月至今不足两个月, 公司已经新增 11 万吨/日处理能力。我们预期公司在未来几个月保持扩容。

工商业对供水的需求可望改善, 有利毛利率上升

随着新冠疫情在中国内地受控, 我们相信工商业对供水的需求可望在 2021 年财年下半年起渐渐改善, 有利毛利率上升。我们预料毛利率将由 2020 年财年的 43.2%增长至 2021 年财年的 43.9%及 2022 年财年的 44.6%。

上调目标价, 重申“买入”评级

我们微调 2021-2022 年财年盈利预测后(见图表 3), 相应地将贴现现金流分析(DCF)推算的目标价由 10.50 港元降轻微上调至 10.52 港元, 这对应 9.8 倍 2021 年财年市盈率和 81.1% 上升空间(见图表 4-5)。重申“买入”评级。

风险提示: (一)水源受到污染、(二)水价提升幅度及进度低于预期、(三)汇率风险。

主要财务数据 (港币百万元) (更新至 2020 年 11 月 26 日)

| 年结:3 月 31 日 | 2018 年 实际 | 2019 年 实际 | 2020 年 实际 | 2021 年 预测 | 2022 年 预测 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入 | 7,580 | 8,302 | 8,694 | 9,952 | 11,319 |
| 增长率 (%) | 32.8 | 9.5 | 4.7 | 14.5 | 13.7 |
| 股东净利润 | 1,141 | 1,369 | 1,639 | 1,712 | 1,974 |
| 增长率 (%) | 33.6 | 20.1 | 19.7 | 4.4 | 15.3 |
| 每股盈利 (港币) | 0.73 | 0.85 | 1.02 | 1.07 | 1.24 |
| 市盈率 (倍) | 8.0 | 6.8 | 5.7 | 5.4 | 4.7 |
| 每股股息 (港币) | 0.23 | 0.28 | 0.30 | 0.35 | 0.41 |
| 股息率 (%) | 4.0 | 4.8 | 5.2 | 6.0 | 7.1 |
| 每股净资产 (港币) | 4.46 | 4.95 | 5.30 | 5.95 | 6.67 |
| 市净率 (倍) | 1.30 | 1.17 | 1.10 | 0.98 | 0.87 |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

目标价: 10.52 港元

股票资料 (更新至 2020 年 11 月 26 日)

| | |
|-----------|--|
| 现价 | 5.81 港元 |
| 总市值 | 9,214.00 百万 港元 |
| 流通股比例 | 47.51% |
| 已发行总股本 | 1,585.89 百万 |
| 52 周价格区间 | 5.05-6.93 港元 |
| 3 个月日均成交额 | 8.48 百万 港元 |
| 主要股东 | 段传良 (占 29.69%) 欧力士(Orix) (占 18.36%) |

来源: 彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

20200630 - 中国水务 (855 HK) 更新报告: 2020 年财年业绩优于市场预测; 进一步扩展供水核心业务

20200402 - 中国水务 (855 HK) 更新报告: 一石二鸟的潜在交易

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2021 年财年上半年业绩回顾

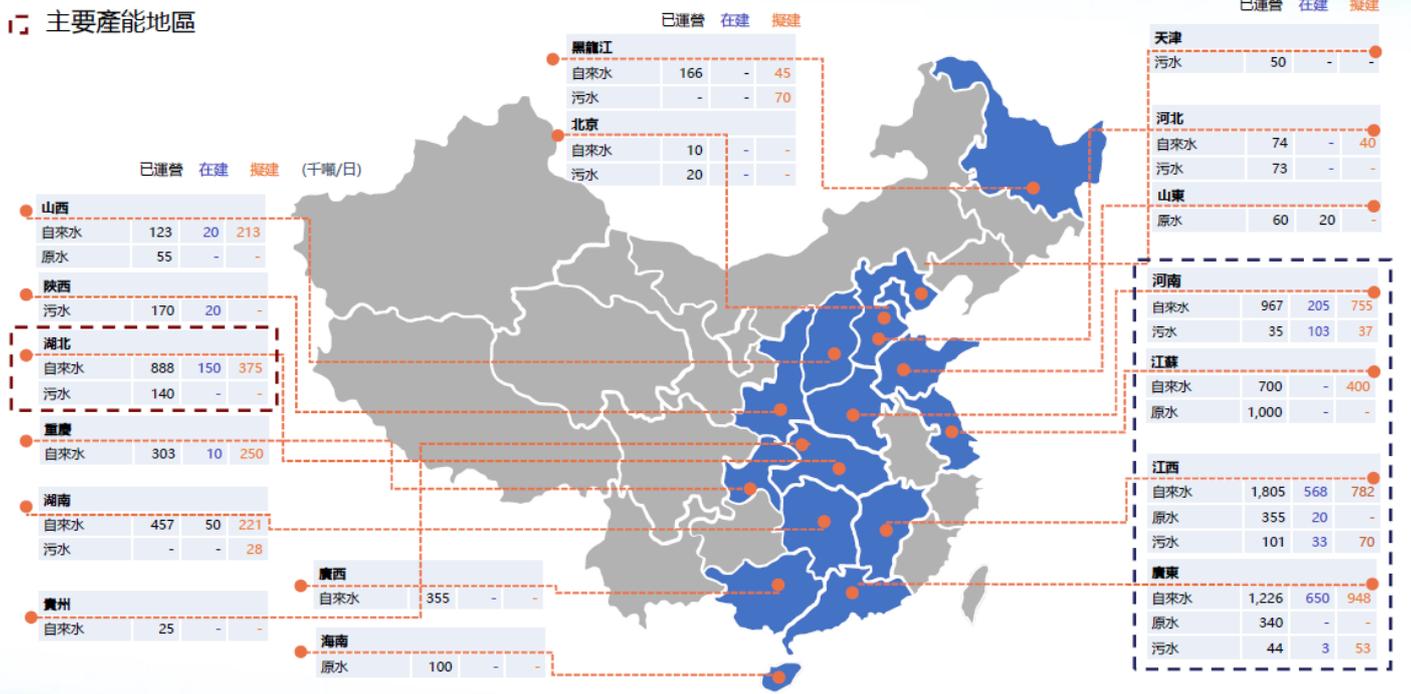
| 年结：3 月 31 日 (港币百万元) | 2020 年上半年 实际 | 2021 年上半年 实际 | 增长 (同比%) | 中泰国际评论 |
|-----------------------|-----------------|-----------------|---------------------|---|
| 收入 | 4,355 | 5,131 | 17.8 | |
| - 供水经营服务 | 1,248 | 1,353 | 8.4 | 接驳收入增长显著 |
| - 供水接驳收入 | 762 | 914 | 20.1 | |
| - 供水建设服务 | 1,537 | 1,925 | 25.2 | |
| - 污水处理及排水经营服务 | 174 | 166 | (5.0) | |
| - 污水处理及水环境治理建设服务 | 352 | 292 | (17.0) | |
| - 其他 | 282 | 482 | 71.0 | 出售多项非核心资产，卖房收入同比上 220.1%至港币 2.8 亿 |
| 销售成本 | (2,492) | (3,021) | 21.2 | |
| 毛利润 | 1,862 | 2,110 | 13.3 | |
| 其他收入(不含利息收入) | 151 | 105 | (30.6) | 政府补贴由港币 1.1 亿下跌至港币 7,036 万 |
| 销售及分销成本 | (99) | (105) | 5.7 | |
| 行政支出 | (362) | (374) | 3.4 | |
| 其他经营支出及收益 | 1 | (3) | 不适用 | |
| 经营利润 | 1,553 | 1,733 | 11.6 | |
| 利息收入 | 57 | 101 | 78.3 | |
| 利息支出 | (240) | (193) | (19.6) | |
| 分占联营公司业绩 | 291 | 72 | (75.3) | 收购康达环保(6136.HK)的 29.52%股权在去年带来港币 2.1 亿负商誉收益，今年没有此特殊收入 |
| 税前利润 | 1,662 | 1,714 | 3.1 | |
| 税项 | (378) | (447) | 18.2 | 实际税率由 27.6%下跌至 27.2% |
| 税后利润 | 1,284 | 1,267 | (1.3) | |
| 少数股东权益 | (403) | (441) | 9.5 | |
| 股东净利润 | 881 | 826 | (6.2) | |
| 股东净利润(扣除一次性收益) | 666 | 867 | 30.1 | 包括扣除 2019 年收购康达环保所带来的负商誉收益 |
| 每股盈利(港元) | 0.55 | 0.52 | (5.7) | |
| 每股股息(港元) | 0.14 | 0.15 | 7.1 | 派息比率由 25.0%上升至 29.0% |
| 利润率(%) | | | 增长 (百分点) | |
| 毛利润率 | 42.8 | 41.1 | -1.6 | (一)较低利润率的供水建设服务增快；(二)污水业务收入下跌 |
| 经营利润率 | 35.7 | 33.8 | -1.9 | |
| 净利润率 | 20.2 | 16.1 | -4.1 | |

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：中国水务项目分布(不含康达环保)

總規模: 1,578萬噸/日*

主要產能地區



* 截至2020年9月30日，現有產能：~964萬噸/日，在建：~185萬噸/日，擬建：~428萬噸/日

来源：公司资料

图表 3：盈利预测调整

| 年结:3 月 31 日 (港币百万元) | 旧预测 | | 新预测 | | 变动 (新/旧) (%) | |
|---------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|-----------------------|--------------|
| | 2021 年 预测 | 2022 年 预测 | 2021 年 预测 | 2022 年 预测 | 2021 年 预测 | 2022 年 预测 |
| 收入 | 9,952 | 11,197 | 9,952 | 11,319 | (0.0) | 1.1 |
| 销售成本 | -5,523 | -6,181 | (5,583) | (6,271) | 1.1 | 1.5 |
| 毛利润 | 4,429 | 5,016 | 4,369 | 5,048 | (1.4) | 0.6 |
| 其他收入(不含利息收入) | 289 | 314 | 289 | 317 | (0.1) | 0.9 |
| 销售成本 | -204 | -224 | (204) | (226) | 0.0 | 1.1 |
| 行政支出 | -746 | -784 | (746) | (792) | 0.1 | 1.1 |
| 其他经营支出 | -16 | -17 | (16) | (17) | (0.5) | (0.1) |
| 投资物业公平值收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 不适用 | 不适用 |
| 其他资产公平值收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 不适用 | 不适用 |
| 其他 | 20 | 21 | 20 | 21 | 0.0 | (1.9) |
| 经营利润 | 3,771 | 4,326 | 3,711 | 4,350 | (1.6) | 0.6 |
| 利息收入 | 169 | 98 | 169 | 89 | 0.1 | (9.0) |
| 利息支出 | -420 | -466 | (420) | (466) | (0.0) | (0.0) |
| 分占联营公司业绩 | 187 | 223 | 187 | 223 | (0.2) | (0.2) |
| 税前利润 | 3,707 | 4,181 | 3,647 | 4,196 | (1.6) | 0.4 |
| 税项 | -845 | -950 | (831) | (954) | (1.7) | 0.4 |
| 税后利润 | 2,862 | 3,231 | 2,817 | 3,242 | (1.6) | 0.4 |
| 少数股东权益 | -1,124 | -1,263 | (1,105) | (1,268) | (1.7) | 0.4 |
| 股东净利润 | 1,738 | 1,967 | 1,712 | 1,974 | (1.5) | 0.4 |
| 息税折旧摊销前利润 | 4,797 | 5,381 | 4,746 | 5,408 | (1.1) | 0.5 |
| 息税前利润 | 4,127 | 4,647 | 4,067 | 4,662 | (1.5) | 0.3 |
| 每股盈利 (港币) | 1.08 | 1.23 | 1.07 | 1.24 | (0.6) | 1.2 |
| 每股股息 (港币) | 0.36 | 0.40 | 0.35 | 0.41 | (2.8) | 2.5 |
| 利润率 (%) | | | | | 变动 (新/旧) (百分点) | |
| 毛利润率 | 44.5 | 44.8 | 43.9 | 44.6 | (0.6) | (0.2) |
| 经营利润率 | 37.9 | 38.6 | 37.3 | 38.4 | (0.6) | (0.2) |
| 股东净利润率 | 17.5 | 17.6 | 17.2 | 17.4 | (0.3) | (0.1) |

来源：中泰国际研究部预测

图表 4：贴现现金流估值

| 年结: 3 月 31 日 (港币百万元) | 2021 预测 | 2022 预测 | 2023 预测 | 2024 预测 | 2025 预测 | 2026 预测 | 2027 预测 | 2028 预测 | 2029 预测 | 2030 预测 |
|-------------------------|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 息税前利润 | 4,067 | 4,662 | 4,801 | 4,789 | 4,754 | 4,711 | 4,636 | 4,537 | 4,374 | 4,218 |
| 加: 折旧及摊销 | 679 | 746 | 644 | 541 | 452 | 377 | 313 | 258 | 209 | 170 |
| 减: 税费 | (831) | (954) | (1,056) | (1,054) | (1,046) | (1,036) | (1,020) | (998) | (962) | (928) |
| 营运资金变动 | 1,430 | (102) | (279) | (293) | (307) | (320) | (331) | (341) | (320) | (297) |
| 资本开支 | (229) | (217) | (161) | (169) | (177) | (185) | (191) | (197) | (173) | (149) |
| 自由现金流 | 5,116 | 4,135 | 3,948 | 3,814 | 3,677 | 3,547 | 3,407 | 3,258 | 3,128 | 3,014 |
| 永续增长率 | 1.0% | | | | | | | | | |
| 贝塔系数 | 1.20 | | | | | | | | | |
| 无风险收益率 | 4.0% | | | | | | | | | |
| 风险溢价 | 13.9% | | | | | | | | | |
| 权益成本 | 20.7% | | | | | | | | | |
| 债务成本 | 3.5% | | | | | | | | | |
| 债务/权益 | 55.0% | | | | | | | | | |
| 税率 | 25.0% | | | | | | | | | |
| 加权平均资本成本 | 10.8% | | | | | | | | | |
| 股权价值 (港币百万元) | 16,876 | | | | | | | | | |
| 每股价值 (港元) | 10.52 | | | | | | | | | |
| 目标价 (港元) | 10.52 (四舍五入, 精确至 0.01) | | | | | | | | | |

来源: 中泰国际研究部预测

图表 5：每股股权价值的敏感性分析

| 港币 | | 永续增长率 (%) | | | | |
|------------------|--------------|-----------|-------|--------------|-------|-------|
| | | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
| 加权平均资金 成本 (%) | 9.7% | 11.84 | 12.30 | 12.81 | 13.38 | 14.03 |
| | 10.2% | 10.77 | 11.16 | 11.60 | 12.09 | 12.63 |
| | 10.8% | 9.81 | 10.15 | 10.52 | 10.93 | 11.40 |
| | 11.3% | 8.93 | 9.23 | 9.55 | 9.90 | 10.30 |
| | 11.8% | 8.14 | 8.39 | 8.67 | 8.98 | 9.31 |

来源: 中泰国际研究部预测

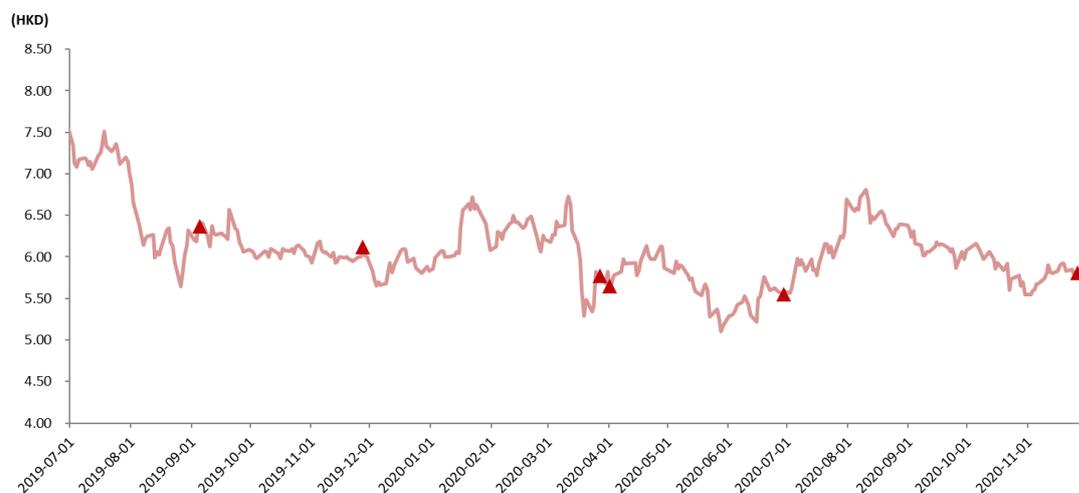
图表 6: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 港币百万元)

| 损益表 | 2018 年 实际 | 2019 年 实际 | 2020 年 实际 | 2021 年 预测 | 2022 年 预测 | 现金流量表 | 2018 年 实际 | 2019 年 实际 | 2020 年 实际 | 2021 年 预测 | 2022 年 预测 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入 | 7,580 | 8,302 | 8,694 | 9,952 | 11,319 | 经营活动现金流 | 1,330 | 1,018 | 3,413 | 2,149 | 4,268 |
| 销售成本 | (4,310) | (4,838) | (4,936) | (5,583) | (6,271) | 净利润 | 1,141 | 1,369 | 1,639 | 1,712 | 1,974 |
| 毛利润 | 3,271 | 3,464 | 3,758 | 4,369 | 5,048 | 折旧与摊销 | 444 | 514 | 589 | 679 | 746 |
| 其它收入 | 121 | 204 | 251 | 289 | 317 | 营运资本变动 | (803) | (1,330) | 884 | (1,430) | 102 |
| 销售成本及行政支出 | (808) | (847) | (934) | (950) | (1,019) | 其它 | 548 | 465 | 300 | 1,188 | 1,446 |
| 其它经营支出 | (12) | (13) | (13) | (16) | (17) | 投资活动现金流 | (2,167) | (3,370) | (3,940) | (3,659) | (3,476) |
| 资产公平值收益及其它 | (7) | 118 | (0) | 20 | 21 | 资本性支出净额 | (198) | (179) | (251) | (229) | (217) |
| 经营利润 | 2,563 | 2,926 | 3,062 | 3,711 | 4,350 | 其它 | (1,969) | (3,191) | (3,689) | (3,430) | (3,258) |
| 利息净支出 | (161) | (223) | (310) | (251) | (377) | 自由现金流 | 3,099 | 4,115 | 2,391 | 5,116 | 4,135 |
| 联营及合营公司业绩 | 60 | 69 | 413 | 187 | 223 | 融资活动现金流 | (1,054) | 3,809 | 2,194 | (1,164) | (545) |
| 税前利润 | 2,462 | 2,772 | 3,165 | 3,647 | 4,196 | 股本变动 | 412 | 0 | (34) | 0 | 0 |
| 税项 | (701) | (642) | (657) | (831) | (954) | 净债务变动 | (802) | 3,894 | 2,561 | (749) | 23 |
| 税后利润 | 1,762 | 2,130 | 2,507 | 2,817 | 3,242 | 已派股息 | (383) | (434) | (481) | (495) | (603) |
| 少数股东权益 | (621) | (761) | (868) | (1,105) | (1,268) | 其它 | (281) | 350 | 148 | 80 | 34 |
| 股东净利润 | 1,141 | 1,369 | 1,639 | 1,712 | 1,974 | 净现金流 | (1,891) | 1,458 | 1,667 | (2,673) | 247 |
| 息税折旧摊销前利润 | 3,195 | 3,617 | 4,183 | 4,746 | 5,408 | | | | | | |
| 息税前利润 | 2,751 | 3,091 | 3,594 | 4,067 | 4,662 | | | | | | |
| 每股盈利(港币) | 0.73 | 0.85 | 1.02 | 1.07 | 1.24 | | | | | | |
| 每股股息(港币) | 0.23 | 0.28 | 0.30 | 0.35 | 0.41 | | | | | | |
| 资产负债表 | 2018 年 实际 | 2019 年 实际 | 2020 年 实际 | 2021 年 预测 | 2022 年 预测 | 主要财务指标 | 2018 年 实际 | 2019 年 实际 | 2020 年 实际 | 2021 年 预测 | 2022 年 预测 |
| 总资产 | 28,589 | 35,825 | 41,903 | 42,789 | 46,298 | 增长率 (%) | | | | | |
| 流动资产 | 9,008 | 11,332 | 13,289 | 11,930 | 12,931 | 收入 | 32.8 | 9.5 | 4.7 | 14.5 | 13.7 |
| 现金及现金等价物 | 2,511 | 3,973 | 5,641 | 2,974 | 3,226 | 经营利润 | 19.3 | 14.1 | 4.7 | 21.2 | 17.2 |
| 已抵押存款 | 570 | 645 | 963 | 804 | 884 | 息税折旧摊销前利润 | 23.2 | 13.2 | 16.0 | 13.5 | 14.0 |
| 应收账款 | 2,348 | 2,793 | 2,922 | 3,334 | 3,792 | 息税前利润 | 24.3 | 12.4 | 16.3 | 13.2 | 14.6 |
| 存货及其它流动资产 | 3,579 | 3,921 | 3,763 | 4,819 | 5,029 | 股东净利润 | 33.6 | 20.1 | 19.7 | 4.4 | 15.3 |
| 非流动资产 | 19,581 | 24,493 | 28,614 | 30,859 | 33,366 | 每股盈利 | 28.0 | 17.2 | 20.0 | 5.1 | 16.0 |
| 固定资产净额 | 2,533 | 2,921 | 2,224 | 3,481 | 3,709 | 利润率 (%) | | | | | |
| 投资物业 | 909 | 912 | 1,031 | 1,034 | 1,126 | 毛利率 | 43.1 | 41.7 | 43.2 | 43.9 | 44.6 |
| 无形及其它非流动资产 | 16,139 | 20,659 | 25,359 | 26,344 | 28,531 | 经营利润率 | 33.8 | 35.2 | 35.2 | 37.3 | 38.4 |
| 总负债 | 17,435 | 22,922 | 27,804 | 26,654 | 27,763 | 息税折旧摊销前利润 | 42.2 | 43.6 | 48.1 | 47.7 | 47.8 |
| 流动负债 | 8,649 | 10,019 | 12,336 | 12,143 | 13,250 | 息税前利润率 | 36.3 | 37.2 | 41.3 | 40.9 | 41.2 |
| 短期借款 | 3,450 | 3,437 | 4,091 | 4,277 | 4,277 | 股东净利润率 | 15.0 | 16.5 | 18.9 | 17.2 | 17.4 |
| 应付账款 | 3,932 | 4,389 | 5,590 | 5,374 | 6,112 | 净负债 (%) | | | | | |
| 其它流动负债 | 1,267 | 2,192 | 2,655 | 2,492 | 2,861 | 净负债率 | 116.8 | 137.5 | 138.1 | 144.8 | 127.1 |
| 非流动负债 | 8,786 | 12,903 | 15,468 | 14,511 | 14,513 | 其他 (%) | | | | | |
| 长期借款及票据 | 7,432 | 11,494 | 13,298 | 12,363 | 12,386 | 实际税率 | 29.2 | 23.7 | 23.9 | 24.0 | 24.0 |
| 其它非流动负债 | 1,354 | 1,409 | 2,170 | 2,149 | 2,127 | 派息比率 | 31.7 | 32.9 | 29.4 | 32.6 | 32.9 |
| 权益总额 | 11,154 | 12,902 | 14,099 | 16,135 | 18,535 | 已动用资本回报率 | 5.7 | 5.3 | 5.5 | 5.6 | 6.0 |
| 股东权益 | 7,169 | 7,970 | 8,508 | 9,439 | 10,571 | 平均净资产收益率 | 17.8 | 18.1 | 19.9 | 19.1 | 19.7 |
| 少数股东权益 | 3,986 | 4,932 | 5,591 | 6,695 | 7,964 | 平均资产收益率 | 4.2 | 4.3 | 4.2 | 4.0 | 4.4 |
| 权益及负债总额 | 28,589 | 35,825 | 41,903 | 42,789 | 46,298 | 利息覆盖倍数(倍) | 9.5 | 9.7 | 8.4 | 9.7 | 10.0 |
| 净现金/(负债) | (8,371) | (10,958) | (11,748) | (13,666) | (13,436) | | | | | | |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 公司资料、中泰国际研究部

| | 日期 | 收市价 | 评级变动 | 目标价 |
|---|------------|----------|---------|-----------|
| 1 | 2019/9/5 | HK\$6.37 | 买入 (维持) | HK\$10.50 |
| 2 | 2019/11/27 | HK\$6.12 | 买入 (维持) | HK\$10.50 |
| 3 | 2020/3/27 | HK\$5.77 | 买入 (维持) | HK\$10.80 |
| 4 | 2020/4/1 | HK\$5.65 | 买入 (维持) | HK\$10.80 |
| 5 | 2020/6/29 | HK\$5.55 | 买入 (维持) | HK\$10.50 |
| 6 | 2020/11/26 | HK\$5.81 | 买入 (维持) | HK\$10.52 |

来源: 公司资料、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，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。中泰国际不对因使用本报告的内容而导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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805