



国元(香港) — 公司研究

天德化工 (609.HK)

2010-08-26

粘胶剂上游龙头

投资评级：买入

投资要点：

粘胶剂上游龙头：天德化工控股有限公司是一家专业精细化工产品生产商。公司于中国从事精细化学产品之生产、买卖及销售业务，产品主要有氰乙酸酯类（包括氰乙酸乙酯，简称 ECYA）及醇类等，其中公司的氰乙酸酯类产品占全球市场份额的 65% 以上。公司目前拥有 2.2 万吨的氰乙酸乙酯产能、0.8 万吨的氰乙酸甲酯产能、0.8 万吨的无水乙醇产能和 1 万吨的氰乙酸产能。

精细化工是朝阳行业：从行业发展周期来看，化工行业本身已处于成熟期，行业产能已完全能满足甚至超出市场的需求，行业继续高速增长的可能性较小。不过，作为化工行业中的精细化工行业情况有所不同。不管从盈利能力还是从行业增长前景来看，行业都属于朝阳行业。香港上市精细化工公司的毛利率能保持甚至超过 20% 左右的水平，而精细化工行业下游是持续景气的消费行业。

主要产品量升价涨：2010 年上半年由于下游需求旺盛，天德各主要产品的产能利用率再次得到提升，从去年的 80% 左右提升到今年的 90% 以上。同时需求景气带动产品价格同比普遍上升 20% 以上，其中主要产品氰乙酸乙酯从去年年底的 22000 元/吨左右上升至目前的 30000 元/吨。这些使得公司今年业绩将录得大幅度的上升。而且从长远来看，公司未来打算进入行业的下游原胶领域，以给公司业务提供新的增长点。

2010 年股东应占溢利将达到 1.22 亿元：我们预计天德化工 2010-2012 年的权益持有人应占盈利将分别为 1.22 亿元（人民币，下同）、1.58 亿元和 1.79 亿元；2009-2012 年的每股基本收益为 0.30、0.37、和 0.42 元。

首次关注并给予买入评级，目标价 2.05 港元：我们利用 PE 法为其估值，设定目标价为 2.05 港元。该目标价相当于公司 2010 年 6 倍 P/E，较现价有 43% 的上升空间，首次投资评级为买入。

首次报告：2010-08-26

目标价：HK\$ 2.05

现价：HK\$ 1.43

预期升幅：+43%

股本数据

股本(亿股)	4.21
市值(亿港元)	6.02
52 周高/低 (HK\$)	0.46/1.50
每股净值(人民币元)	1.10
所属行业：	化工

主要股东

Cheerhill Group 69.32%

52 周行情图



资料来源：Bloomberg

相关报告

盈利摘要

至12月31日 (CNY)	FY2008A	FY2009A	FY2010E	FY2011E	FY2012E
营业收入(百万元)	725.2	598.9	900.9	1,040.2	1,201.0
增长 (%)	N/A	-17.41%	50.42%	15.46%	15.46%
净利润(百万元)	24.9	42.0	121.8	157.6	178.7
每股盈利(元)	0.062	0.105	0.297	0.374	0.424
增长 (%)	N/A	68.68%	189.63%	29.39%	13.43%
基于1.43港元的市盈率(倍)	20.30	11.98	4.24	3.36	2.97
每股股息(元)	0.011	0.011	0.030	0.037	0.042
股息率	0.89%	0.87%	2.36%	2.97%	3.37%

资料来源：公司资料，国元证券(香港)预测

国元证券(香港)研究部

姓名：毛力

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 9175

电邮：xujingshun@gyzq.com.hk

国元证券(香港)有限公司

www.gyzq.com.hk

目录

目录	2
粘胶剂上游龙头企业	3
粘胶剂行业中上游制造商	3
行业分析	4
行业概述	4
盈利能力突出	4
下游行业快速增长	4
主要业务及竞争优势	5
氰乙酸及其酯类产品	5
醇类产品	6
石油化工类产品	6
盈利预测与估值	7
公司收入预测	7
毛利率预测	7
盈利预测	8
现金流分析	8
目标价: 2.05 港元	8
风险因素	8

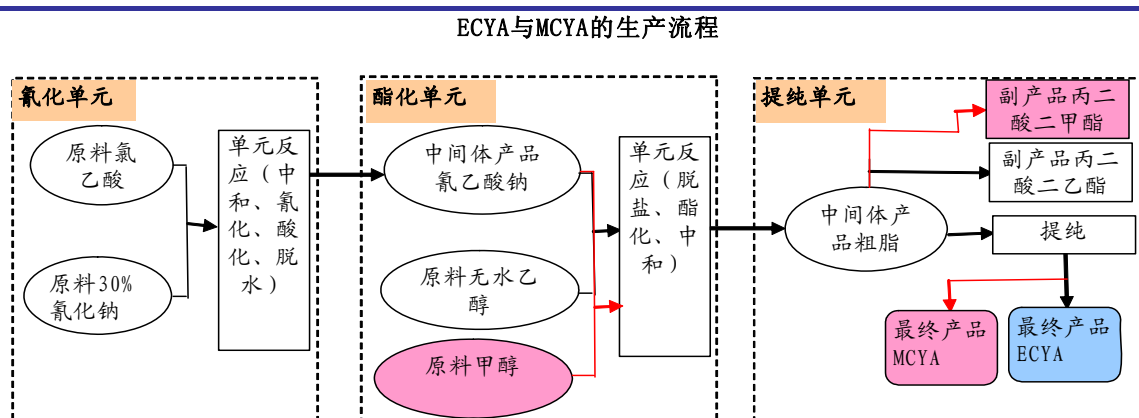
粘胶剂上游龙头企业

粘胶剂行业中上游制造商

粘胶剂上游龙头

天德化工控股有限公司是一家专业精细化工产品生产商。公司于中国从事精细化学产品之生产、买卖及销售业务，产品主要有氰乙酸酯类（包括氰乙酸乙酯，简称 ECYA）及醇类等，其中公司的氰乙酸酯类产品占全球市场份额的 65% 以上。氰乙酸酯主要用于胶水 502 胶，而 502 胶的下游分别为：家具行业 30%；电子工业生产 20%，其他的为日常民用（胶鞋、门的粘接等）。公司目前拥有 2.2 万吨的氰乙酸乙酯产能、0.8 万吨的氰乙酸甲酯产能、0.8 万吨的无水乙醇产能和 1 万吨的氰乙酸产能。

图表 1：公司工艺流程图



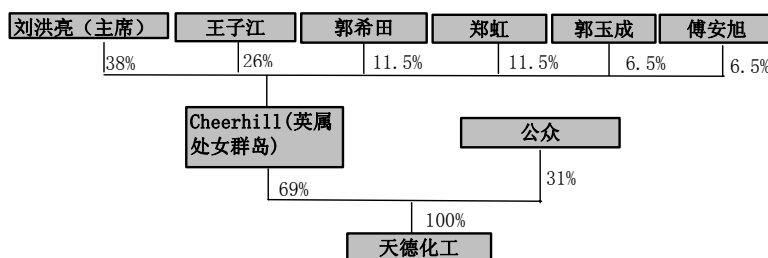
资料来源：公司资料，国元（香港）

生产基地

天德化工目前在中国拥有四家全资子公司，分别是：潍坊同业化学有限公司、上海德弘化工有限公司、潍坊柏立化学有限公司、潍坊滨海石油化工有限公司。其精细化学品业务遍布国内和世界各主要经济发达地区。公司于 2006 年 10 月在香港联交所主板上市。

公司主要产品可分为氰乙酸及其酯类产品、醇类产品以及精细石化产品，其中主要产品氰乙酸及其酯类产品占公司 2009 年收入的 86%。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司资料，国元（香港）

公司由创始人兼董事长刘洪亮先生、王子江等人实际控制。未来，公司在稳固已有产品市场份额的基础上，将利用已有的原材料和公司强大研发实力的优势，进入行业的下游原胶领域，以给公司业务提供新的增长点。

行业分析

行业概述

产业链状况

公司主要生产的氰乙酸酯类产品属于精细化工行业。粘胶剂产业链可分为三个阶段：上游、中游、下游。其中上游业务主要是通过化学反应合成粘胶剂原料，竞争的优势主要来自于工艺技术及规模等方面领先带来的成本优势；中游主要业务是将原材料制成原胶以供下游使用（原胶行业目前市场空间达 40 亿元左右）；下游主要是 502 胶水等日化生产厂商，其核心的竞争力在品牌。

朝阳行业

从行业发展周期来看，化工行业本身已处于成熟期，行业产能已完全能满足甚至超出市场的需求，行业继续高速增长的可能性较小，特别是在宏观经济较为低迷的环境下，行业盈利能力更难以有好的表现。不过，作为化工行业中的精细化工行业情况有所不同。不管从盈利能力还是从行业增长前景来看，行业都属于朝阳行业。

盈利能力突出

子行业间差异化竞争

毛利率较高

由于精细化学品一般具有产量小，专用性强等特征，各细分行业之间替代性较差，就算同一细分行业，不同品种的产品之间甚至也难以构成直接竞争，这使得行业整体处于差异化竞争态势，行业壁垒本身较高，产能本身很难出现过剩；同时由于其投资小，产能出现过剩时调整也较快。这种行业特征使得行业能保持良好的盈利能力，对下游的定价能力较强，在原材料价格出现变化时，能很好地将涨价压力向下游传递，行业盈利能力受经济周期影响较小，行业整体毛利率持续保持 15%左右的水平，香港上市精细化工公司的毛利率能保持甚至超过 20%左右的水平。

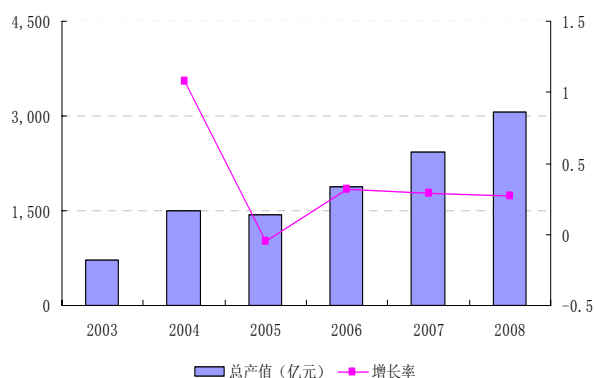
细分行业集中度较高

天德所属的粘胶剂原材料行业规模较小，目前行业销售额在 16-17 亿元左右。过去 5 年行业变化较大，以前行业有 10 家企业，在此期间有 6 家企业退出市场，目前只有 4 家左右。之前市场产能明显过剩，随着一些生产厂商退出该领域，目前行业集中度有所提高，供需状况得到改善。目前行业供需基本平衡，而且行业盈利能力较前几年也得到很好的提升。

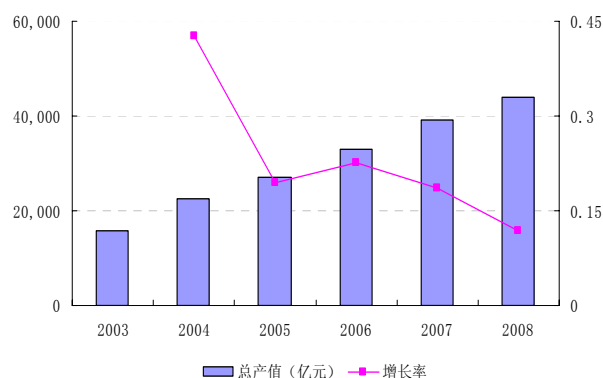
下游行业快速增长

下游产品 502 胶粘剂主要用于家具和电子工业等行业，周期性较为明显，目前下游行业每年仍保持 10-15%的增长。

图表 3：我国家具制造业总产值及增长率



图表 4：我国电子产品制造业总产值及增长率



资料来源：wind，国元(香港)

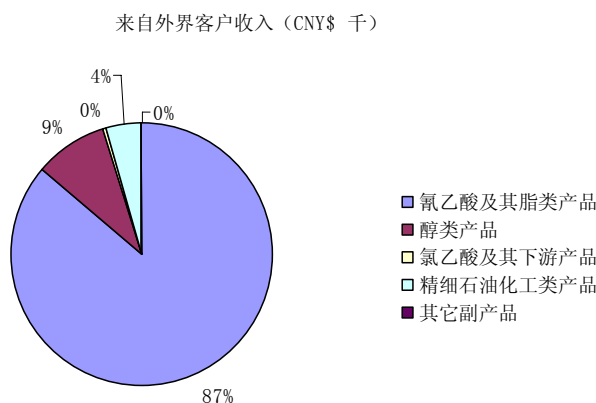
此外，从人均使用胶水量来看，目前美国人均 4 公斤/人胶水，而中国人均 0.3 公斤/人胶水，未来成长空间巨大。

从不同细分行业之间的替代来看，目前 502 胶水逐步取代白胶的趋势，因为 502 胶的优势为成本低，且速度快。

主要业务及竞争优势

公司主要业务包括生产销售氰乙酸及其脂类产品、醇类产品、及石油化工类产品三大类。其中主要产品为氰乙酸及其酯类产品。

图表 5：09 年收入按业务来源分类



资料来源：公司资料，国元(香港)

氰乙酸及其酯类产品

氰乙酸及其酯类产品主要包括有 ECYA、MCYA 及其相关副产品丙二酸酯系列，产品广泛运用于粘胶剂、人造香料和药物的生产。主要通过氰乙酸酯和醇类的酯化反应制得。公司氰乙酸及其脂类产品产能占行业的 60%以上，具体如下。

图表 6：主要产品产能及市场占有率

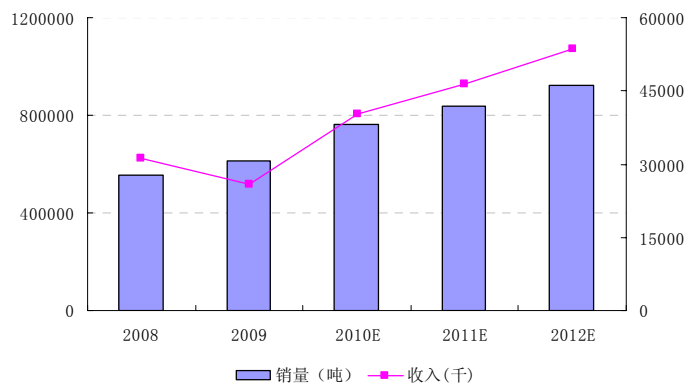
产品名称	截止目前产能 (吨/年)	全球市场占有率
氰乙酸乙酯	22,000	65-70%
氰乙酸甲酯	8,000	45%
丙二酸二乙酯	8,000	70%
丙二酸二甲酯	6,000	40%
丙二酸二异丙酯	1,500	40%
氰乙酸	10,000	60%

资料来源：公司资料，国元(香港)

量升价涨

由于下游需求旺盛，公司今年产能利用率再次得到提升，去年产能利用率在 80%左右，今年达到 90%以上。同时需求景气带动价格同比普遍上升 20%以上，其中主要产品氰乙酸乙酯从去年年底的 22000 元/吨左右上升至目前的 30000 元/吨。

图表 7: 氰乙酸及其酯类产品销量及收入



资料来源: 公司资料, 国元(香港)

竞争优势: 规模优势和完整产业链

作为粘胶剂行业上游原材料供应商, 连续稳定的产品供应是下游大客户必需要求; 只有具有规模优势的企业才能满足客户这种需求。同时规模优势也能降低公司生产成本。天德化工主要产品的市场占有率居于 60% 以上, 规模优势非常明显。

原材料自产: 与同行相比, 公司成本降低 5 个百分点。公司目前上游原材料年产量分别为: 氰化钠 10 万吨, 氰乙酸 1.6 万吨、氯乙酸 4 万吨以及乙醇 5 万吨, 上游原材料除氰乙酸现还需部分外购外其余基本能够实现自给。避免了原材料波动对公司毛利的影响。目前公司计划投入 8000 万元进行氰乙酸三期工程的建设, 到时候氰乙酸将会实现全部自给并外售。

热电装置自产蒸汽和电力: 降低成本 3 个百分点。

技术优势: 消耗低 2 个百分点, 产品提炼过程中很多指标排名在全球 1-2 名。

醇类产品

由于公司生产氰乙酸乙酯的过程需要无水乙醇作为原料, 为降低成本, 公司通过自己生产获取改原材料。无水乙醇是一种有机精细化学品。普通乙醇之浓度为 95%, 集团采用分子筛吸附脱水技术进一步将普通乙醇脱水以生产无水乙醇, 浓度达 99.5% 或更高。

公司拥有无水乙醇产能 5 万吨, 其中三分之一供企业内部使用, 其余销售给外部企业。09 年该业务营业额达到 0.83 亿元, 其中对外销售收入达到 0.55 亿元, 占公司总收入的 9%。

前几年该业务毛利率维持在 10% 左右, 09 年毛利率下滑至 6% 左右。不过未来随着下游行业逐渐复苏, 该业务收入和毛利率将保持稳定。

石油化工类产品

公司石油化工类产品主要包括异丁烯、C4 聚异丁烯等, 产品可用于清洁剂, 可用于汽油中标配。由于该产品的原材料可来源于公司原有产品线, 公司生产线具有一定的成本优势。

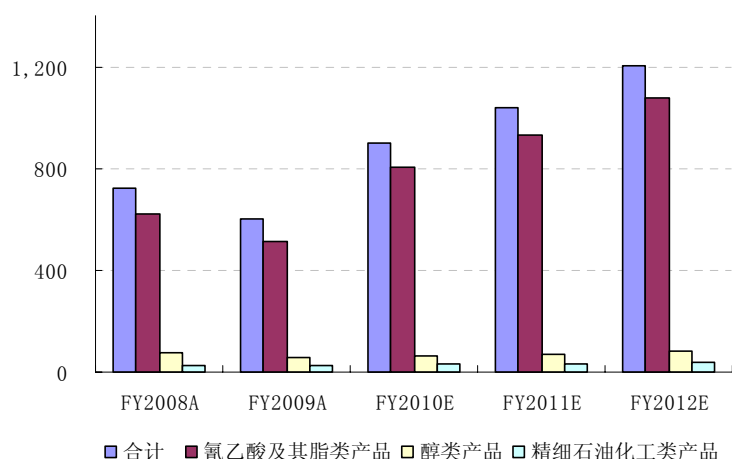
该业务 09 年营业额为 0.26 亿元, 占集团营业额的 4%, 虽然改业务近两年均录得 200 万元左右的小幅亏损, 但未来亏损额度将得到控制。

盈利预测与估值

公司收入预测

2010 年，天德化工得益于下游需求旺盛和上游供应相对紧张。主要产品 ECYA 和 MCYA 的产销量同比均上升 10%以上，而某些新产品销量更成倍增长。同时，主要产品销售价格同比上升 20%以上，公司总收入将会录得 50%以上的增长；而未来随着公司进入产业链下游，公司长期增长的空间将被打开，我们预计公司收入增长情况具体如下：

图表 8：公司收入预测（百万元）

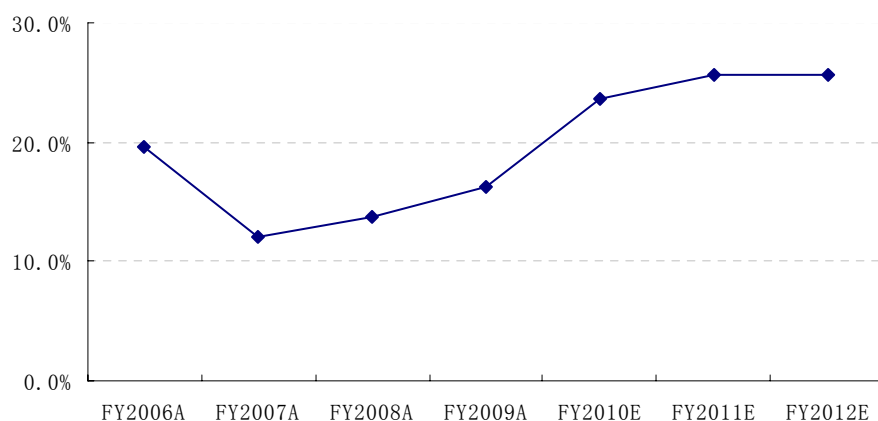


资料来源：公司资料，国元(香港)预测

毛利率预测

2010 年上半年公司得益于主要产品价格的大幅度上升，考虑到年内通胀预期高企，我们预计全年销售价格上升 20%以上。而公司近几年原材料自给率不断提高，公司毛利率空间较 09 年将有明显扩大，我们预计 2010 年公司毛利率水平将上升至 23%左右。未来随着公司产业链更加完善，毛利率仍有望维持较高水平。

图表 9：公司整体毛利率



资料来源：公司资料，国元(香港)预测

盈利预测

通过以上分析，我们预计未来三年税前利润分别达到 1.31, 1.72, 1.97 亿元，由于部分税收优惠逐步到期，未来实际所得税率将略有上升。

综上，我们预计天德化工 2010-2012 年的权益持有人应占盈利将分别为 1.22 亿元、1.58 亿元和 1.79 亿元；2009-2012 年的每股基本收益为 0.30、0.37、和 0.42 元。

现金流分析

公司现金流较为充裕，2009 年期末公司在手现金为 0.17 亿元，今年资本开支为 0.2 亿元左右，今年 7 月份公司通过配股融资 0.2 亿元。

得益于公司今年强劲的盈利能力，公司现金流仍较充裕。

目标价：2.05 港元

PE 估值法：2.05 港元

我们用 PE 法为其估值，2010 年全球化工企业整体估值为 11 倍 PE，香港市场的精细化工企业平均估值为 9 倍。我们设定公司目标价为 2.05 港元，该目标价相当于 2010 年 6 倍 P/E，相对行业平均水平低 30%，主要考虑到公司业绩面临产品价格波动较大的风险，从未来三年来看此估值相对合理。目标价较现价有 43% 的上升空间，首次投资评级为买入。

图表 10：同类公司估值比较 (CNY)

代码	名称	最新价	市值	EPS: 2010	EPS: 2011	EPS: 2012	预测PE: 2010	预测PE: 2011	预测PE: 2012
609 HK	天德化工	1.43	602.00	0.30	0.37	0.42	4.24	3.36	2.97
408 HK	叶氏化工集团	7.80	4266.96						
148 HK	建滔化工集团	37.50	31213.30	4.12	4.74	5.03	8.97	7.79	7.35
2341 HK	中怡精细化工	2.07	962.98	0.32	0.39	0.46	6.47	5.34	4.47
3318 HK	中国香精香料	1.75	847.68	0.19	0.12	0.30	9.08	14.50	5.80
189 HK	东岳集团	2.01	4146.41	0.17	0.20	0.25	11.77	9.92	7.98
港股平均							9.07	9.39	6.40
DOW US	陶氏化学	39.59	208,539	13.10	19.06	25.74	13.78	9.47	6.97
DD US	杜邦	23.12	279,097	23.31	25.09	27.28	13.19	12.25	11.27
EMN US	伊士曼化工	39.59	33,124	50.08	52.07	56.01	9.19	8.84	8.10
5201 JP	旭硝子	838.00	90,994	9.24	9.57	9.77	8.24	7.96	7.79
6367 JP	大金工业	2,909.00	77,650	5.42	12.24	17.31	46.69	21.36	15.10
009830 KS	韩国朝华集团	24,500.00	22,708	18.38	19.46	24.86	8.53	8.06	6.31
051910 KS	LG化学	340,500.00	146,264	193.10	191.18	207.32	11.45	11.56	10.66
国际平均							10.73	11.36	9.46

资料来源：公司资料，彭博，国元（香港）预测

风险因素

产品价格波动对毛利率和业绩影响较大

公司主要产品 ECYA 价格的上升和下跌都可能对公司毛利率造成较大影响，从而使业绩高于或低于我们的预期。

主要财务报表

损益表

人民币 百万元, 财务年度截至12月底

	2008实际	2009实际	2010预测	2011预测	2012预测
收入	725.2	598.9	900.9	1,040.2	1,201.0
毛利	99.1	97.3	212.3	266.6	307.9
其他业务收入	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3
销售费用	(27.8)	(22.6)	(34.3)	(39.5)	(45.6)
行政费用	(31.4)	(26.3)	(39.3)	(45.5)	(52.4)
营运利润	44.5	52.7	143.1	185.9	214.1
财务费用	(13.4)	(10.3)	(12.4)	(14.8)	(17.8)
其他	(4.5)	0.5	0.5	0.5	0.5
税前盈利	26.6	42.9	131.2	171.6	196.8
所得税	(1.6)	(0.8)	(9.4)	(14.0)	(18.1)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	24.9	42.0	121.8	157.6	178.7
折旧及摊销	34.5	37.4	37.9	36.3	35.8
EBITDA	79.0	90.0	181.0	222.2	249.9
EPS	0.06	0.11	0.30	0.37	0.42
增长					
总收入 (%)	N/A	-17.4%	50.4%	15.5%	15.5%
EBITDA (%)	N/A	14.0%	101.0%	22.8%	12.5%
每股收益 (%)	N/A	69.4%	182.4%	26.1%	13.4%

资产负债表

人民币 百万元, 财务年度截至12月底

	2008实际	2009实际	2010预测	2011预测	2012预测
现金	21.4	16.8	135.5	272.3	421.9
应收账款	105.6	134.4	202.2	233.4	269.5
存货	40.0	43.2	59.3	66.7	77.0
其他流动资产	12.0	7.4	7.4	8.4	9.4
总流动资产	178.8	201.7	404.3	580.8	777.7
固定资产	366.8	364.9	348.4	343.5	349.2
长期投资	10.4	10.9	10.9	10.9	10.9
其他非流动资产	84.8	60.6	60.6	60.6	60.6
总资产	640.7	638.1	824.2	995.8	1,198.4
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	48.0	23.8	32.6	36.7	42.3
短期银行贷款	110.1	107.2	147.1	165.3	190.8
其他短期负债	58.3	53.8	53.8	53.8	53.8
总短期负债	216.3	184.7	233.5	255.7	286.9
长期银行贷款	49.6	42.0	45.0	45.0	45.0
其他负债	26.0	23.4	28.1	35.7	46.3
总负债	291.8	250.1	306.6	336.4	378.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	348.9	387.9	517.6	659.4	820.1
每股账面值	0.87	0.97	1.26	1.57	1.95
营运资金	(37.4)	17.0	170.8	325.0	490.8

财务分析

	2008实际	2009实际	2010预测	2011预测	2012预测
盈利能力					
毛利率 (%)	13.7%	16.2%	23.6%	25.6%	25.6%
EBITDA 利率 (%)	10.9%	15.0%	20.1%	21.4%	20.8%
净利率 (%)	3.4%	7.0%	13.5%	15.1%	14.9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
实际税率 (%)	6.2%	1.9%	7.2%	8.2%	9.2%
股息支付率 (%)	18.0%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%
库存周转天数	23.3	31.4	31.4	31.4	31.4
应付账款天数	28.0	17.3	17.3	17.3	17.3
应收账款天数	53.1	81.9	81.9	81.9	81.9
财务状况					
净负债/股本	0.40	0.34	0.11	0.09	0.23
收入/总资产	1.13	0.94	1.09	1.04	1.00
总资产/股本	1.84	1.64	1.59	1.51	1.46
盈利对利息倍数	3.32	5.11	11.57	12.53	12.02

现金流量表

人民币 百万元, 财务年度截至12月底

	2008实际	2009实际	2010预测	2011预测	2012预测
EBITDA	79.0	90.0	181.0	222.2	249.9
融资成本(收入)	13.4	10.3	12.4	14.8	17.8
营运资金变化	(7.1)	(52.3)	(83.8)	(43.0)	(49.2)
所得税	(1.6)	(0.8)	(9.4)	(14.0)	(18.1)
营运性现金流	83.6	47.2	100.1	180.0	200.4
资本开支	(68.4)	(48.4)	(20.0)	(30.0)	(40.0)
其他投资活动	(7.3)	21.6	0.3	(0.7)	(0.7)
投资性现金流	(75.6)	(26.8)	(19.7)	(30.7)	(40.7)
负债变化	12.3	7.6	42.9	18.2	25.5
股本变化	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0
股息	(4.5)	(4.4)	(12.2)	(15.8)	(17.9)
其他融资活动	(23.6)	(28.2)	(12.4)	(14.8)	(17.8)
融资性现金流	(15.9)	(25.0)	38.4	(12.4)	(10.1)
现金变化	(7.9)	(4.6)	118.8	136.8	149.6
汇率影响	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	29.2	21.4	16.8	135.5	272.3
期末持有现金	21.4	16.8	135.5	272.3	421.9

资料来源: 公司资料, 国元证券(香港)预测

投资评级定义和免责条款

投资评级:

买 入	预期股价在未来 12 个月上升 15%以上
中 性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内
卖 出	预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上

免责声明:

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写,所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

- (1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

- (1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及
- (2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去 12 个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 18 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>