

2020年06月29日

宋秋忆

H70445@capital.com.tw

目标价(元)

28元

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2020/6/29)	22.46
深证成指(2020/6/29)	11752.36
股价 12 个月高/低	24.6/8.66
总发行股数(百万)	516.58
A 股数(百万)	460.13
A 市值(亿元)	103.34
主要股东	山西广佳汇企业管理咨询有限公司 (09.61%)
每股净值(元)	6.03
股价/账面净值	3.73
股价涨跌(%)	一个月 32.0 三个月 80.4 一年 108.3

近期评等

出刊日期	出刊日期	出刊日期
------	------	------

产品组合

化妆品	47.62%
林产化学品	52.38%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.9%
一般法人	12.9%

股价相对大盘走势



青松股份 (300132.SZ)

Buy 买入

化妆品 ODM 双龙头，受益于化妆品行业高速发展

结论与建议：

公司是松节油深加工和化妆品ODM双龙头，受益于下游化妆品行业高速发展以及新锐品牌快速崛起，化妆品代工行业市场潜力巨大，诺斯贝尔作为国内规模第一的代工企业拥有产能全、研发强和稳定大客户的核心竞争力，未来发展潜力大。

预计2020-2021财年公司将分别实现净利润5.9/6.8亿，分别同比增长30%/16%，EPS分别为1.141/1.324元，当前股价对应PE分别为20/17倍，予以买入投资建议。

■ **松节油深加工&化妆品 ODM 双龙头：** 公司是国内最大的松节油深加工企业，目前拥有 15,000 吨合成樟脑产能、15,000 吨香料产能、1000 吨冰片，该业务盈利能力主要受到上游原材料松节油价格波动影响，2019 年公司松节油深加工业务收入 13.0 亿元，同比下滑 8.3%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比下滑 37.4%。公司于 2019 年 4 月完成对诺斯贝尔 90% 股份的收购，诺斯贝尔是一家专业化妆品 ODM 企业，ODM 规模在全国排名第一、全球排名第四，2019 年实现化工品代工收入 21.8 亿元（并表收入 16.0 亿元），同比增长 11%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 23%，实现毛利率水平 26%。分产品来看，面膜/湿巾/护肤收入占比分别为 66%/17%/17%。

■ **中国化妆品代工市场约 500 亿，受益于下游化妆品行业高速发展和小品牌快速崛起：** 根据 Euromonitor 统计 2018 年中国美妆与个护零售市场规模为 4102 亿元，同增 10%，2019 年预计为 4401 亿元，是全球增长最快的化妆品市场之一。化妆品行业的代工需求主要来自于一些小品牌和大品牌的部分外包根据中国产业信息网统计，2018 年我国市占率<0.1%占比 74.0%，代表中国化妆品品牌仍处于小品牌发展阶段，代工需求广阔。中国化妆品代工行业 2017 年收入达到 448 亿元，同比增长 19.5%，约占终端市场零售额的 12%。行业较为分散，2018 年行业前三分别为科丝美诗（中国）、诺斯贝尔和科玛（中国），市占率分别为 5.3%/3.7%/0.8%。化妆品行业竞争激烈，对代工企业研发能力、快速响应能力不算提高，未来订单将逐步向大代工企业集中。

■ **产能+研发+大客户构成诺斯贝尔核心竞争力：** 诺斯贝尔产能优势明显，可以快速满足各品牌大批量和紧急订单的需求，目前日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能全球第一；公司注重研发，研发费用率始终保持在 3% 以上，高于同比国内化妆品，生产线多达到国内先进水平，对关键设备或部件申请了专利且获得授权；同时，公司深度绑定下游客户，主要客户包括屈臣氏、伽蓝集团、完美日记、滴露等知名品牌，同时随着社交电商兴起，许多新锐品牌强势快速崛起，这些品牌短时间内爆红生产依赖代工企业，公司已开始为完美日记、花西子等新锐品牌代工，未来有望成为新的趋势和增长点。

■ **盈利预测：** 预计 2020-2021 财年公司将分别实现净利润 5.9/6.8 亿，分别同比增长 30%/16%，EPS 分别为 1.141/1.324 元，当前股价对应 PE 分别为 20/17 倍，予以买入投资建议。

■ **风险提示：** 1、行业竞争加剧；2、松节油价格波动。

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	94.75	400.35	453.17	589.66	684.28
同比增减	%	2.51%	322.55%	13.19%	30.12%	16.05%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.183	0.774	0.877	1.141	1.324
同比增减	%	189.44%	322.55%	13.19%	30.12%	16.05%
A 股市盈率(P/E)	X	122.34	28.95	25.58	19.66	16.94
股利 (DPS)	RMB 元	0.000	0.075	0.123	0.228	0.265
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.33%	0.55%	1.02%	1.18%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

一、公司是国内松节油加工龙头企业

1、公司概况

福建青松股份有限公司成立于 2001 年 1 月，2010 年在深交所创业板上市。青松股份是我国林产化学工业龙头企业之一，中国最大的天然可再生原料—松节油深加工企业、全球最大的合成樟脑供应商。即以松节油为原料，通过化学加工方法生产合成樟脑系列产品、冰片系列产品、香精香料等精细化工产品，广泛应用于日化、医药等化工行业。

公司于 2019 年 4 月完成对诺斯贝尔化妆品股份有限公司 90% 股份的并购。诺斯贝尔是一家专注于面膜、护肤品和湿巾的设计、研发和制造于一体的综合型化妆品生产企业，公司建有先进的研发中心和国际化标准的生产基地，为众多化妆品品牌企业提供专业的化妆品生产服务。

公司 2020 年 5 月公告，拟以现金 4.3 亿元收购香港诺斯贝尔 10% 股份，交易完成后公司将持有诺斯贝尔 100% 的股份。

表 1 公司主要产品及应用情况

产品名称		应用领域	下游客户
合成樟脑		医药及医药中间体、防虫蛀剂、合成材料、香精香料	医药生产企业、家用防虫蛀剂企业、赛璐珞生产企业以及香精香料企业
合成樟脑中间产品及副产品	茨烯	香精香料、农药、合成材料	香精香料企业、农药生产企业、电子光盘及高档企业油漆生产企业
	乙酸异龙脑酯	香精香料、农药、合成材料	香精香料生产企业，主要集中于 Givaudan、Symrise、IFF、Firmenich 等国际大型综合香精香料企业
	对伞花烃	染料、医药、香料中间体	印染企业、医药企业、香精香料企业
	醋酸钠	染料、合成材料、制药	印染企业、医药企业、食品添加剂生产企业
	双戊烯	合成香料、合成材料助剂	香精香料企业、橡胶生产企业
冰片		医药、香精香料	医药生产企业、日化用品企业

资料来源：青松股份招股说明书、群益金鼎证券整理

表 2 诺斯贝尔主要产品介绍

产品系列	产品类别	部分产品列示
面膜系列	面膜	1、屈臣氏天丝面膜系列
		2、高姿水润玻尿酸精华液面膜
		3、自然堂喜马拉雅两步曲面膜
护肤品	爽肤水、护肤乳液及膏霜	植物医生雪莲净澈透亮雪花精华液
	冻干粉/安瓶精华液	伊贝诗玻尿酸保湿修护安瓶精华液
		伊贝诗深海纯净臻颜修护冻干粉组合套装
	护肤水、乳、霜、精华液	溯黎二裂酵母肌活修护六件套盒
	泡罩材料护肤类	伊贝诗海条藻多重毛孔排浊清洁霜泡罩
	卸妆霜和洁面乳	植物医生积雪草舒缓特护清洁霜
隔离霜	植医生鲜活盈亮隔离霜	

	手霜、身体乳等	屈臣氏骨胶原润细滑身体乳
湿巾系列	湿巾	滴露卫生湿巾
		伽玛强效杀菌型卫生湿巾
		悦诗风吟绿茶精粹清颜卸妆巾

资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

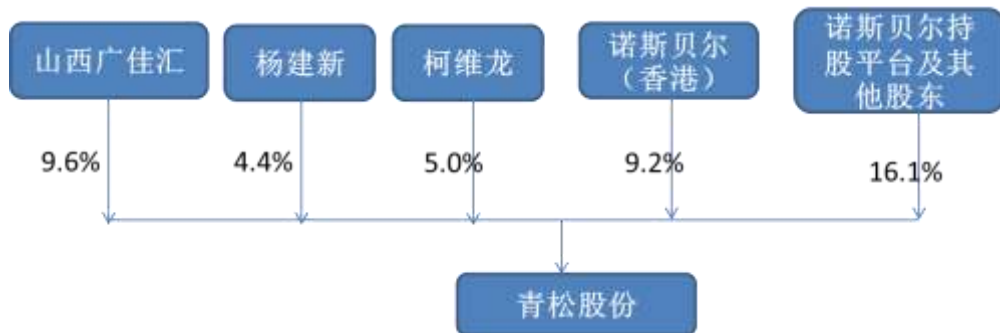
2、公司股权结构

2016 年公司原实际控制人柯维龙转让股权给晋商杨建新，杨建新持有青松股份 23.1% 股权和 29.8% 表决权，成为新任实际控制人。

2019 年公司通过现金 9.2 亿元和增发 1.3 亿股的形式收购诺斯贝尔 90% 的股权，经股权稀释后杨建新持有公司 17.2% 股权和 22.3% 表决权，诺斯贝尔（香港）以及持股平台持有公司 14.5% 股权以及表决权。

此后，杨建新解除与山西广佳汇的一致行动人关系并陆续减持，截止目前，公司无实际控制人，第一大股东山西广佳汇企业管理咨询咨询有限公司持股 9.6%，诺斯贝尔（香港）为第二大股东持股 9.2%。

图 1 公司股权结构

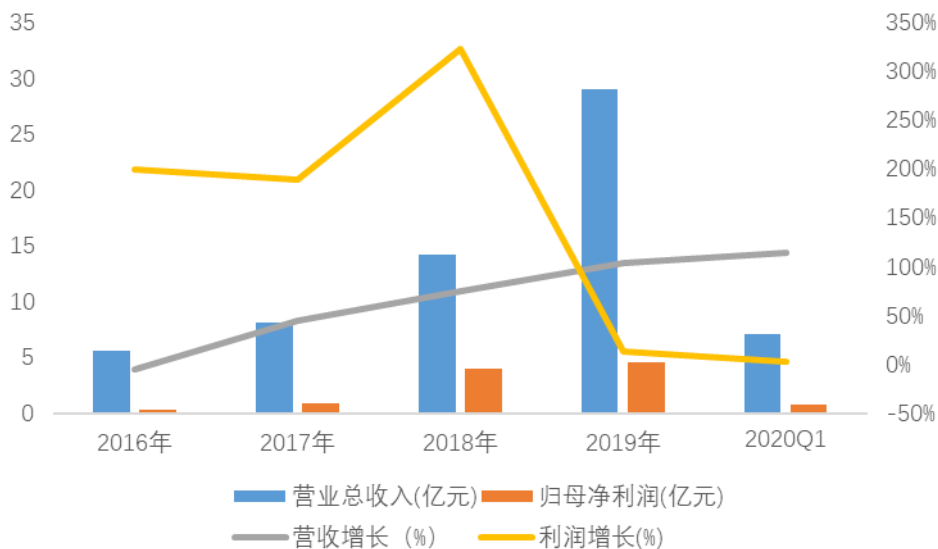


资料来源：Choice、群益金鼎证券整理

3、公司盈利状况

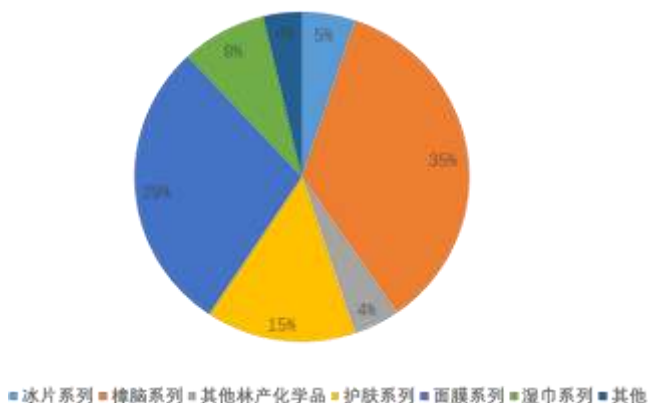
2017-2018 年公司受益于松节油价格上涨、公司产品提价，公司收入及净利润持续高增，2017/2018 年实现收入 8.1/14.2 亿元，同比增长 45.6%/73.6%。2019 年 5 月起诺斯贝尔并表，2019 年实现收入 29.1 亿元，同比增长 104.6%，实现净利润 4.5 亿元，同比增长 13.2%，净利润增速低于收入增速主要因松节油价格下跌传导至公司产品，毛利率下滑影响业绩。拆分来看，林产化学品和化妆品（5-12 月并表部分）收入分别为 13.0/16.1 亿元，分别占比 45%/55%，分别实现净利润 2.5/2.0 亿元，分别占比 56%/44%。

图 2: 公司营收及净利润情况



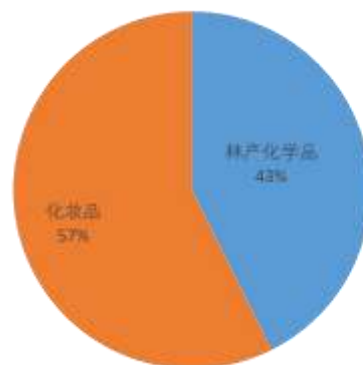
资料来源: Choice、群益金鼎证券整理

图3 公司 2019 年收入结构



资料来源: 公司公告、群益金鼎证券整理

图4: 2019 年净利润结构 (化妆品 5-12 月并表)



资料来源: 公司公告、群益金鼎证券整理

二、松节油深加工行业成熟，盈利受价格波动

公司是全球规模最大的合成樟脑及系列产品生产企业，产量连续多年位居全国第一。公司优良的产品质量和稳定的运行体系，得到了市场的广泛认可。除了通过国内药品 GMP 检查外，公司取得了欧盟 REACH、美国 FDA 及日本 GMP 等多项认证。公司目前拥有 10000 吨合成樟脑产能，15000 吨香料产能，1000 吨冰片产能，年产 5000 吨合成樟脑扩建项目已于 2019 年下半年进行项目试生产，该项目未来达产后，公司合成樟脑产能将提升至 15000 吨。

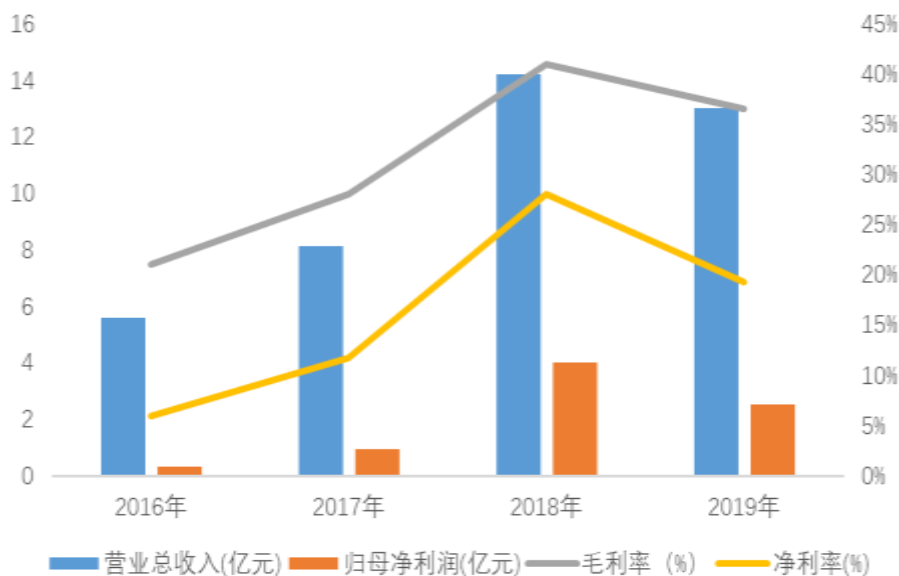
2019 年公司松节油深加工业务收入 13.0 亿元，同比下滑 8.3%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比下滑 37.4%，主要因上游原材料松节油价格下跌幅度较大，受上下游价格传导效应影响，松节油深加工业务的产品价格调整幅度较大，毛利率 36.5%，同比下降 4.4 个百分点。分产品来看，2019 年合成樟脑系列/冰片系列/其他林产化学品系列实现收入 10.2/1.5/1.3 亿元，占总收入比重分别为 35.2%/5.2%/4.5%。

图 5:松节油深加工技术路线



资料来源：青松股份招股说明书、群益金鼎证券整理

图 6: 松节油业务盈利情况



资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 7: 松节油价格指数



资料来源：松香网、群益金鼎证券整理

松节油深加工业务是典型的周期性行业，公司业绩随松节油价格波动明显。近年来国内松节油上游不断减产、环保趋严等原因，17-18年松节油价格飞涨，带动公司业绩暴涨，2017/2018年公司松节油深加工业务净利润分别为0.95/4.0亿元，同比增长189%/323%，19年松节油价格大幅下滑，受上下游价格传导影响公司产品价格下调，2019年公司松节油深加工业务实现净利润2.5亿元，同比下滑37%。公司盈利表现与松节油价格波动一致。

2020年以来，松节油价格总体平稳，预计未来两年将在此水平上小幅波动，公司该业务业绩也将保持平稳。

三、化妆品代工业务市场广阔、大有可为

3.1 市场广阔、增长动力足

中国化妆品市场潜力巨大，根据Euromonitor统计，2018年中国美妆与个护零售市场规模为4102亿元，同比增长10.0%，2019年预计为4401亿元，未来几年都将保持5%以上的增速。中国整体化妆品及个护增速高于美国、英国和日本等发达国家，是全球增长最快的化妆品市场之一。面膜市场为总体面膜护肤市场的崛起品类，我国面膜的渗透率呈现稳步成长的态势，前瞻研究院测算2018年我国面膜行业市场规模达到230亿元，同比增长10.8%，面膜市场的增速快于整体化妆品市场，在颜值经济的催化下，我国民众对外表愈加重视，同时在近年来大量新兴本土品牌营销的拉动下，许多三四线未开发市场正在快速被挖掘。

国内化妆品市场基本由外资大品牌主导，缺乏代表性的本土品牌，前十强中国产品牌仅有上海上美、百雀羚以及伽蓝，市占率分别为2.5%/2.5%/2.3%，且整体市场集中度不高，前十大企业市占率约四成。同时，国内消费者理念逐渐成熟，国潮风的兴起，以及近年来电商渠道的快速发展，逐渐抢占跨国企业的市场份额，上海家化、伽蓝集团、百雀羚等企业市占率逐年提升。国内本土化妆品了解国内消费者的消费偏好，灵活的供应链管理，提升品牌知名度和信任度，有望保持持续稳定增长。

图8: 中国美妆与个护零售市场规模 (亿元)

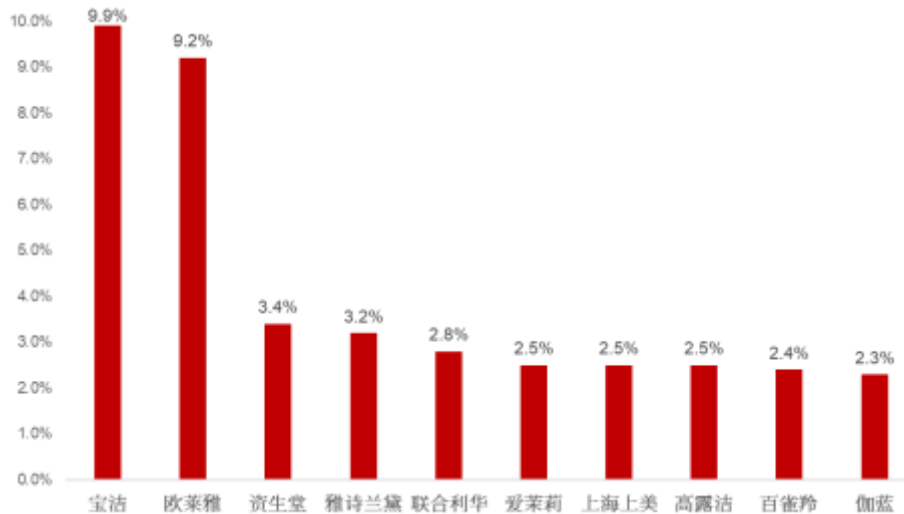
图9: 中国面膜市场规模 (亿元)



资料来源：Euromonitor、群益金鼎证券整理

资料来源：Euromonitor、群益金鼎证券整理

图 10: 2018 年中国化妆品市占率

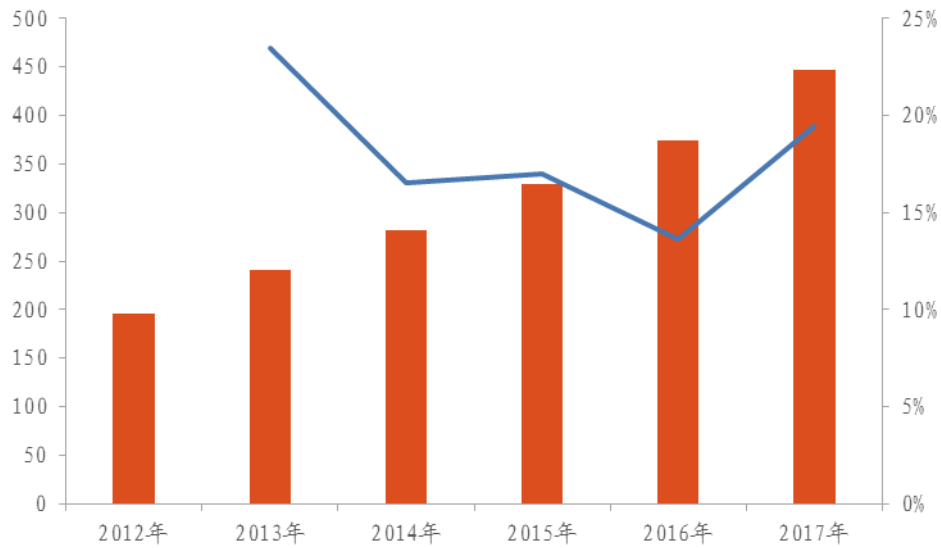


资料来源：Euromonitor、群益金鼎证券整理

一般来说，化妆品品牌商在发展前期、资金实力较弱情况下会选择外包生产，在后续规模壮大后才考虑自建产能，因此化妆品行业的代工需求来自于一些小品牌，和大品牌的部分外包。根据中国产业信息网统计，2018 年我国市占率<0.1%占比 74.0%，代表中国化妆品品牌仍处于小品牌发展阶段，代工需求广阔。中国化妆品代工行业 2017 年收入达到 448 亿元，同比增长 19.5%，约占终端市场零售额的 12%。

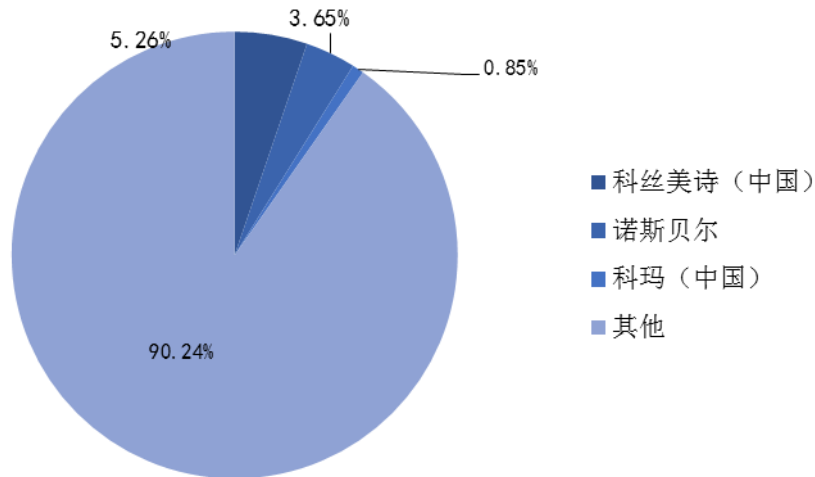
从行业格局来看，中国代工行业仍以中小企业为主，行业格局较为分散。2018 年行业前三分别为科丝美诗（中国）、诺斯贝尔和科玛（中国），市占率分别是 5.26%/3.65%/0.83%。化妆品行业竞争激烈，对代工企业的研发能力、响应能力要求不断提高，未来订单将逐步向大代工企业集中，未来集中度有望不断提升。

图 11: 中国化妆品代工市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网、群益金鼎证券整理

图 12: 中国化妆品代工行业格局 (2018 年)

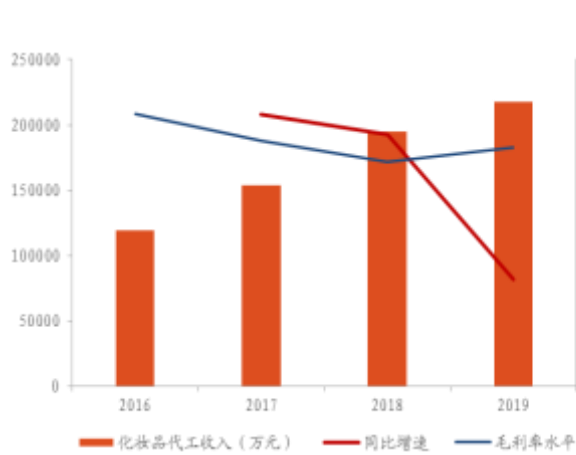


资料来源：中国产业信息网、群益金鼎证券整理

3.2 诺斯贝尔基本情况

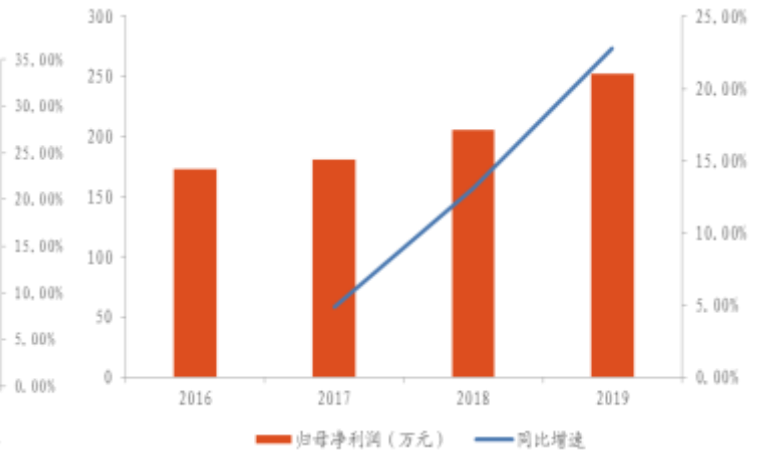
诺斯贝尔创立于 2004 年，公司位于广东省中山市，是一家集研发、设计、制造于一体的专业化妆品 ODM 生产企业。公司主营面膜、护肤及湿巾业务，产品远销全球 40 多个国家和地区，公司化妆品 ODM 规模在全球排名第四，在中国本土化妆品企业中排名第一。收入及净利润都快速增长，2019 年实现化妆品代工收入 21.8 亿元，同比增长 11%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 23%，实现毛利率水平 26%。分产品来看，面膜/湿巾/护肤收入分别占比 66%/17%/17%，公司面膜产能规模全球第一，面膜是公司的优势产品，开发了天丝面膜、超细纤维面膜、水凝胶面膜等种类。

图 13: 诺斯贝尔收入情况



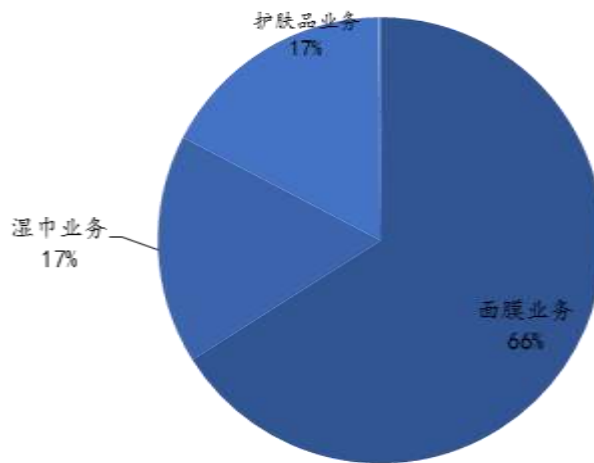
资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 14: 诺斯贝尔净利润情况



资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 15: 诺斯贝尔收入结构（2019 年）



资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

3.3 公司护城河

1、公司拥有先进且足够高的产能，能快速响应大批量和紧急订单

诺斯贝尔拥有较强的生产制造优势和产能优势，同时具备生产开发及制造能力，并拥有多名高学历且经验丰富的设备开发工程师和设备操作工程师。目前日产面膜 650 万片，膏霜 60 万支，湿巾 3000 万片，面膜产能全球第一。可以快速满足各品牌商大批量和紧急订单的需求。

公司拥有 40 套真空乳化设备，其中 7 台进口自日本知名化妆品设备制造商美之贺公

司，可以生产高质量、高品质的各类面膜及护肤精华液。同时拥有 55 条面膜自动灌装包装生产线，其中与日本知名设备制造商共同研发的 6 条全自动化面膜生产线技术水平达到国内先进，2 条与韩国知名设备制造商共同开发的水凝胶面膜生产线技术水平达到国内先进，25 条护肤品罐装包装生产线、2 条自动化唇膏生产线、8 条 80 片全自动湿巾生产线、15 条 10 片装全自动湿巾生产线、10 条单片装全自动湿巾生产线、3 条桶装湿巾生产线、1 条水刺无纺布生产线、20 条全自动面膜无纺布冲裁生产线。此外，诺斯贝尔还对影响产品工艺及品质的关键设备或部件申请了专利且获得授权。

化妆品行业的生产能力，是企业的核心竞争力之一，目前诺斯贝尔的产能利用率未饱和，保证了一定灵活性，会随着商业活动（如双 11）而波动，诺斯贝尔的产能配备以旺季最大的订单需求配备。

表 3 诺斯贝尔产能情况

项目	时间	产能	产量	产能利用率
面膜系列 (万片)	2018 年度	195,000.00	121,510.27	62.31%
	2017 年度	150,000.00	99,107.55	66.07%
	2016 年度	120,000.00	67,218.25	56.02%
湿巾系列 (万片)	2018 年度	900,000.00	552,460.93	61.38%
	2017 年度	600,000.00	388,862.59	64.81%
	2016 年度	450,000.00	271,712.45	60.38%
护肤品系列 (L)	2018 年度	18,000,000.00	5,612,297.83	31.18%
	2017 年度	15,000,000.00	3,909,536.69	26.06%
	2016 年度	15,000,000.00	3,361,506.80	22.41%

资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

2、注重研发，研发费用率高于下游化妆品企业

诺斯贝尔是以 ODM 为主，OEM 为辅的直接销售形式。ODM 模式是根据客户要求的品类、规格、功能和质量，设计产品配方和包装并进行生产，产品贴客户商标进行销售。公司根据客户提出的产品需求和订单组织生产，生产计划主要依据客户订单情况进行制定，实现按需生产以及高速存货周转。

公司是国内较早将无纺布及日用化工技术结合起来进行生产及拥有超过十年信誉的知名 ODM 研发生产企业之一，注重研发，研发费用逐年增加，2019 年公司研发投入为 7096 万元，研发费用率 3.3%，公司研发费用率始终保持在 3% 以上，高于同比国内化妆品公司。

图 16 诺斯贝尔 ODM 销售流程

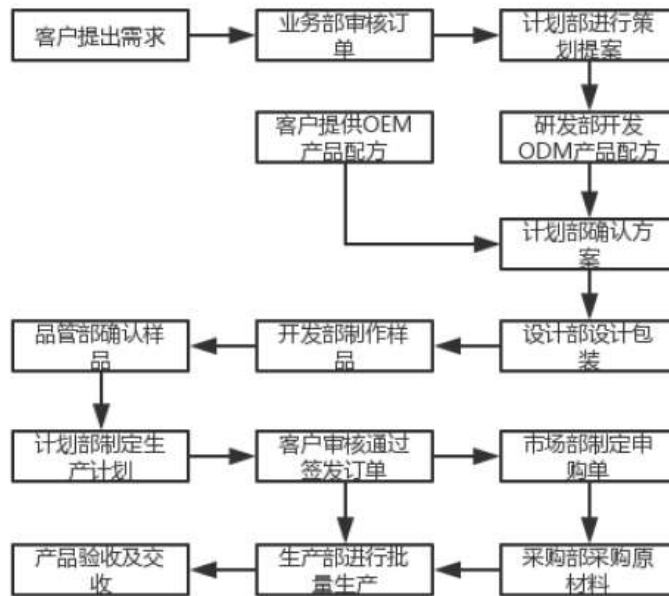
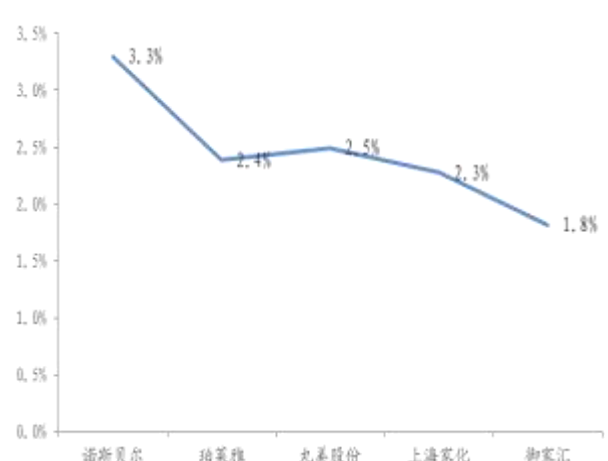


图 17: 诺斯贝尔研发费用情况



资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 18: 化妆品公司研发费用率对比



资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

3、与下游大客户深度绑定

诺斯贝尔的主要客户包括屈臣氏、伽蓝集团、完美日记、滴露、GAMA 等知名企业/品牌。知名企业对供应商筛选非常严格，并对合格供应商存在持续依赖，因此能够为诺斯贝尔持续增长的订单提供良好保证。优质的客户资源有利于诺斯贝尔长期、可持续稳定的发展。诺斯贝尔多次获得主要客户的认可和奖项，例如屈臣氏公司颁发的“挚爱自有品牌大奖”、上海家化公司颁发的“优秀供应商”、完美（中国）有限公司颁发的“年度金牌供应商”等称号。

随着电商直播、KOL 种草的兴起，一些新锐品牌快速走红，这些品牌短时间内爆红推出爆款产品依赖代工企业，诺斯贝尔已开始为完美日记、花西子等新锐品牌代工，未来有望成为新的趋势和增长点。

表 4 2016-2018 年度前五大客户收入

序号	客户简称	2018 年度	2017 年度	2016 年度
1	屈臣氏	31,986.64	34,266.23	34,046.94
2	伽蓝集团	20,417.66	20,991.70	7,295.86
3	御家汇	15,964.66	10,401.82	8,909.61
4	利洁时	8,717.51	6,905.25	3,122.94
5	植物医生	8,545.03	7,429.48	7,472.00
6	上海悦目	8,277.67	5,757.63	6,347.95
7	韩后	7,163.46	15,485.65	15,264.00
8	GAMA 集团	7,081.64	6,264.05	5,813.50
9	新高姿	6,976.22	1,664.30	1,365.84
10	上海家化	6,627.85	6,655.27	4,704.77
11	完美集团	3,572.89	4,008.02	-
12	Yokota Integral Inc	2,190.42	2,619.62	2,023.42
	合计	127,521.64	122,449.02	96,366.83
	营业总收入	197,804.29	154,596.68	119,556.39
	占比	64.47%	79.21%	80.60%

资料来源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 19: 公司部分客户



资料来源：公司官网、群益金鼎证券整理

四、盈利预测

受益于化妆品行业快速增长以及新锐品牌崛起带来的代工需求，预计 2020/2021 年化妆品业务收入分别为 26.1/30.8 亿元，同比增长 20%/18%；预计松节油价格平稳，随公司产能扩建，预计 2020/2021 年松节油深加工业务收入分别为 13.3/13.9 亿元，同比增长 2.0%/4.2%。采取分步估值法，预计 2020 年松节油深加工业务贡献净利润 2.99 亿元，给予

化工行业参考估值 10 倍 PE，化妆品业务净利润 2.89 亿元，给予 40 倍 PE，合计公司估值 145.5 亿元，给予目标价 28 元。

五、风险提示

1、行业竞争加剧；2、松节油价格波动。

附一：合并损益表（合并后）

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	811	1,422	2,908	3,940	4,468
经营成本	581	840	1,999	2,829	3,197
营业税金及附加	4	7	15	20	22
研发费用	0	32	104	130	134
销售费用	27	26	86	79	89
管理费用	65	47	108	118	134
财务费用	7	(5)	20	20	22
资产减值损失	4	6	37	50	50
投资收益		1	0	0	0
营业利润	128	472	555	695	819
营业外收入	0	0	0	38	30
营业外支出	19	9	2	15	20
利润总额	109	463	553	718	829
所得税	14	63	79	101	116
少数股东损益			17	28	29
归属于母公司股东权益	95	400	453	590	684

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	115	230	645	742	853
应收账款	117	235	695	758	826
存货	302	576	865	994	1,143
流动资产合计	559	1,084	2,362	2,566	2,905
长期股权投资	-	-	-	-	-
固定资产	324	299	571	657	756
在建工程	6	38	87	100	115
非流动资产合计	63	43	1,635	2,030	2,113
资产总计	951	1,465	4,655	5,353	5,889
流动负债合计	215	347	823	938	1,070
非流动负债合计	9	8	673	700	728
负债合计	223	355	1,497	1,639	1,798
少数股东权益	-	-	130	499	499
股东权益合计	728	1,110	3,028	3,216	3,592
负债及股东权益合计	951	1,465	4,655	5,353	5,889

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	-5	45	676	871	992
投资活动产生的现金流量净额	-17	20	-893	-840	-719
筹资活动产生的现金流量净额	86	38	627	66	-162
现金及现金等价物净增加额	65	104	410	97	111

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证|@持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证|@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。