

2020年12月09日

中国绿岛科技 (2023.HK)

公司深度分析

证券研究报告

家庭用品

新产能助力高速成长

中国绿岛科技 (2023.HK) 是中国大型气雾剂生产商之一，主要从事各类气雾剂的研发、生产和销售。公司通过代加工 (CMS) 以及自有品牌销售 (OBM) 两种模式进行生产和销售，其产品销往国内以及海外。

报告摘要

公司现有业务稳中有升，2019年全年实现收入4.12亿人民币，同比增长2%。净利润为2380万，同比增长2.6%。历史上公司的产品布局比较稳定，家具及汽车护理产品占比最大，达46%，空气清新剂占比32%。个人护理及杀虫剂占比较小。公司与大客户长期保持着良好的合作关系，业务较为稳定。**疫情助力公司抢夺市场份额。**2020年上半年收入2.63亿，同比20.7%，净利润2870万，同比增长117.4%。疫情期间洗手液等防疫产品销量大涨，一方面来自需求本身的增加，另一方面部分竞争者因疫情停产使得公司抢占了更多市场份额。**未来随着环保法规的趋严，市场向头部厂商集中，将利好公司发展。**

国药景岳将成为新的增长点。公司与国药集团合资成立国药景岳，将以自有品牌“景维康”进行生产和销售。生产产品包括药用气雾剂、化妆品气雾剂和家用气雾剂，我们认为国药景岳的增长动力来自于：**1) 销售渠道大幅拓宽。**除了利用绿岛现有渠道资源，国药景岳将有选择的进入国药体系内的社区药店和医药团购渠道。同时，建立线上运营团队，探索线上销售渠道。**2) 更高端的产品。**国药景岳推出的产品定位较绿岛原有产品更高端，单价将是原有产品的3-4倍，由经验丰富的日本团队研发，能够更好的抓住市场需求，目前已有30多种新品开始销售。**3) 产能在未来陆续释放。**厂房产于2020年开始动工，预计于2021年底投产1亿罐，2022年底2.5亿罐，2023年中旬3.8亿罐。年考虑到目前供不应求的状态，我们认为产能释放将促使销量快速增长。**4) 盈利水平提升。**由于国药景岳的产品毛利率更高，因此净利率也更高，随着其收入占比的提升，将拉动公司整体盈利水平。

中国气雾剂市场仍将保持稳定增长，行业成长空间大。气雾剂产品具有使用方便、密封性好、喷出的液体颗粒小、分布均匀的优点，符合消费升级的趋势。中国气雾剂行业的在过去几年保持了稳定的增长，2018年产量达22.9亿罐，年化复合增长6%。中国人均气雾剂用量处于较低水平，仅为1.6罐，日本为4.3罐，欧美国家普遍在10罐以上。即使按照日本的人均水平计算，中国气雾剂市场的天花板可能是目前的2.6倍，如果在10年内达到天花板，意味着年增速至少为10%，高于目前行业增速。我们非常看好气雾剂行业的发展前景。

结合公司上半年业务表现，及国药景岳的业务发展，我们上调了盈利预期，预计2020/2021/2022年归属普通股股东的净利润分别达到0.68/0.85/1.14亿人民币，对应EPS为0.16/0.20/0.27港元。我们的预期基于保守原则，不排除未来继续上调的可能性。

给予“买入”评级。随着产能的扩张以及新品的推出，我们预计公司未来几年将迎来高速增长，我们上调目标价至2.0港元。

风险提示：新冠肺炎疫情控制不达预期；行业竞争加剧；国药景岳业务发展不及预期。

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	395.7	405.0	412.6	615.6	851.7	1,165.2
增长率(%)		2.35%	1.88%	49.21%	38.35%	36.81%
净利润(人民币百万)	21.9	23.2	23.8	68.5	85.1	113.8
增长率(%)		5.94%	2.59%	187.88%	24.26%	33.68%
毛利率(%)	22.34%	23.48%	27.51%	32.67%	33.49%	34.29%
净利润率(%)	5.53%	5.73%	5.77%	11.13%	10.00%	9.77%
每股收益(港元)	0.05	0.06	0.06	0.16	0.20	0.27
每股净资产(港元)	0.85	0.93	0.78	0.95	1.15	1.42
市盈率	19.66	18.56	18.09	6.31	5.09	3.81
市净率	1.21	1.11	1.32	1.09	0.90	0.72
净资产收益率(%)	6.32%	6.23%	6.66%	18.96%	19.43%	21.17%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级：

买入

目标价格：

2.0 元

现价(2020-12-07)：

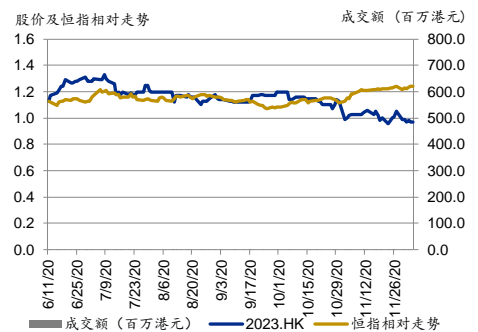
1.03 港元

总市值(百万港元)	477.05
流通市值(百万港元)	477.05
总股本(百万股)	491.80
流通股本(百万股)	491.80
12个月低/高(港元)	0.71/1.4
平均成交(百万港元)	0.09

股东结构

绿岛投资	47.1%
Perfect Century	7.2%
其他股东	45.7%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.74	-23.58	-0.26
绝对收益	-4.90	-14.91	2.11

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹

Caoying2@essence.com.cn



目录

1	中国绿岛科技：专注气雾剂产品研发生产	3
1.1	公司概况	3
1.2	公司发展历程	3
1.3	股权结构	4
1.4	管理团队	4
1.5	公司产品	4
1.6	研发与生产	7
1.7	国药景岳：新的增长动力	7
2	气雾剂行业：符合消费升级趋势，成长空间巨大	9
3	财务分析：公司收入实现稳步增长，主营业务盈利稳定	13
4	财务报表预测及估值	17
4.1	财务报表预测	17
4.2	估值分析	18
5	风险提示	20
6	附录：财务报表预测	20

1 中国绿岛科技：专注气雾剂产品研发生产

1.1 公司概况

中国绿岛科技（2023.HK）是中国大型气雾剂生产商之一，主要从事各类气雾剂的研发、生产和销售。公司的销售模式有两种，合约制造服务（CMS）和原品牌制造（OBM）模式。合约制造服务以海外市场为主，自2017年起公司同时开展了大陆市场的CMS业务，由公司直接向客户销售。OBM业务主要在国内销售公司自有品牌“GreenIsland”、“绿岛”、“吉尔佳”、“鹰王”的产品，产品。公司的产品可分为四个主要类别，即(i)家居及汽车护理产品、(ii)空气清新剂、(iii)个人护理产品及(iv)杀虫剂。

此外，公司也是中国包装联合会气雾剂专业委员会（负责监管中国气雾剂的专业组织）的常务委员，也是多项关于中国气雾剂生产标准（政府发布）的草拟者之一。

图表 1：公司产品概览



资料来源：安信国际证券研究

1.2 公司发展历程

公司成立于2002年，一直专注于研发和生产气雾剂产品，于2013年10月在港交所上市。公2017年公司投资了一家新能源企业，并与当年与国药药材、鹿茸草堂成立合营公司，研发和生产药用及食用喷雾剂产品。

图表 1：公司发展大事记

年份	事件
2002	• 中国绿岛有限公司在中国成立
2008	• 自有品牌产品获《三门县第十二届消费者信得过单位》 • 成为中国包装联合会气雾剂专业委员会会员
2009	• 取得上海英格尔认证有限公司颁发的 ISO14001:2004 环境管理体系认证
2010	• 取得《高新技术企业证书》 • 空气清新剂获《台州名牌产品》
2011	• 取得 ISO14001:2004 环境管理体系认证 • 纳米银抗菌家用清洁剂获中国气雾剂行业创新奖，并获浙江省科学技术成果登记证书 • 研发中心获市级高新技术研究开发中心 • 自有品牌“GreenIsland”、“绿岛”获台州市注册商标
2012	• 取得 ISO9001:2008 品质管理体系认证 • 取得台州市科学技术进步奖
2013	• 10月11日于香港联交所主板上市

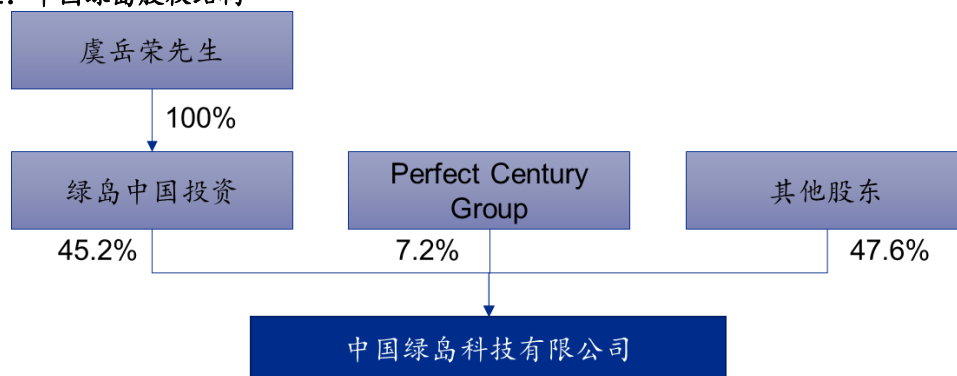
2015	• 4月27日配发8000万，集资金额约1.04亿港元，以增强集团运营资金
2017	• 7月收购于中国从事污水源热能采集利用的洁净能源业务 Illustrious Success 50%股权，为进入及开发新能源利用领域的巨大市场打下重要基础 • 9月与国药药材、鹿术草堂成立合营企业以投资及开发药用及食用气雾剂产品 • 11月收购从事供热业务的企业恒智集团25%股权
2018	• 取得省级企业研究院和省级技术中心称号
2019	• 入选省隐形冠军培育企业

资料来源：公司资料，安信国际

1.3 股权结构

公司实际控制人为创始人虞岳荣先生，通过绿岛中国投资有限公司持有45.2%股份，股权较为集中。Perfect Century Group持有公司7.2%的股份，为2017年公司收购恒智集团25%股权时，以股权及可转债形式支付的部分交易价款。

图表 2：中国绿岛股权结构



资料来源：公司公告，安信国际

1.4 管理团队

公司的管理团队拥有丰富的行业经验。虞岳荣先生为公司创始人，担任公司执行董事、董事会主席及行政总裁，负责集团整体策略规划和运营方向。虞先生于中国厂房营运及企业管理方面拥有超逾22年之丰富经验。在加入本集团前，虞先生由一九九二年六月至一九九八年二月及一九九八年三月至二零零三年八月分别于台州一洲工业公司及浙江黄岩一洲集团有限公司担任经理及主席，该两公司均从事生产日常使用的化学产品，而虞先生负责管理厂房的整体生产营运。

王小兵先生于2010年加入集团，担任公司研发部门主管并主要负责监察研究及发展中心以及监督本集团之质量监控，现任执行董事及总经理，主要负责集团整体业务管理，于行业内拥有近20年经验。在加入本集团前，王先生曾于中国香精香料有限公司（其股份于香港联合交易所有限公司上市（股份代号：3318））之一间附属公司任职多个职位，包括日化香精事业部之工程师、技术经理及总监。彼于日用化学品之研发及技术交流及服务方面拥有专业及管理经验。王先生于南昌职业技术学院修读应用化学，并于一九九八年七月毕业。

1.5 公司产品

公司的产品可分为四个主要类别，即(i)家居及汽车护理产品、(ii)空气清新剂、(iii)个人护理产品及(iv)杀虫剂。其中OBM产品单价较高，ASP在7-8元左右，CMS业务单价较低，ASP在3-4元左右。

家居及汽车护理产品：包括家居清洁系列、家居护理系列、宠物清洁系列、汽车外部清洗剂、汽车内部清洗剂、汽车上光蜡、玻璃防雾剂等产品。以CMS和OBM的方式进行生产销售，自有品牌包括“绿岛”、“吉尔佳”。

图表 3：家居及汽车护理产品概览

<p>家用清洁剂</p> 	<p>羽绒服、皮衣清洁剂</p> 	<p>马桶清洁泡泡</p> 
<p>生物酶油污清洁剂</p> 	<p>家具上光蜡</p> 	<p>洗手液</p> 
<p>洗洁精</p> 	<p>洗衣液</p> 	<p>宠物香波</p> 
<p>宠物植物洁耳液</p> 	<p>宠物除臭除菌喷雾</p> 	<p>宠物玩具消毒剂</p> 

资料来源：公司资料，安信国际

空气清新剂：包括清新剂产品系列、空气清新剂系列、除菌除味产品系列等，同时以 CMS 和 OBM 方式进行生产销售，自有品牌以“绿岛”为主。

图表 4：空气清新产品概览

<p>常规清新剂</p> 	<p>定时定量清新剂</p> 	<p>净化空气系列</p> 
<p>液体型清香剂</p>	<p>灯芯式清香剂</p>	<p>电插座式清香剂</p>



资料来源：公司资料，安信国际

个人护理产品：包括补水喷雾系列、碳酸系列、啫喱系列、洗发护发系列、防晒定妆系列、面膜系列、婴儿系列等，同时以 CMS 和 OBM 方式进行生产销售，自有品牌包括“GreenIsland”和“吉尔佳”

图表 5：个人护理产品概览



资料来源：公司资料，安信国际

杀虫剂：包括气雾杀虫剂、电热蚊香液/片等，同时以 CMS 和 OBM 方式进行生产销售，自有品牌

以“鹰王”为主。

图表 6: 杀虫剂产品概览



资料来源: 公司资料, 安信国际

1.6 研发与生产

公司拥有经验丰富的研发团队, 自 2008 年成立了企业研发中心。研发总监康振宇主要负责集团新产品研发与品质保证, 于业内拥有 30 年经验; 研发总监助理沈显灿主要负责家居护理、空气清新产品开发, 行业从业经验 20 余年; 高级工程师霍天雄主要负责卫生杀虫系列产品开发, 药学本科专业, 于杀虫剂行业开发近 30 年。公司研发团队共 76 人, 其中大专学历占比 65%, 本科 26%, 硕士及博士以上占比 9%。研发中心配备 Winner 喷雾激光粒度分析仪、气雾剂中试灌装机、气相色谱仪、防爆烘箱、模拟汽车运输震动试验机等现代化检测仪器设备, 为研发、生产提供了更精细、更科学的数据。此外, 公司正在建设日本大阪研发中心, 聘请日本化妆品研发专家进行化妆品新品的开发, 进一步提升了公司的研发实力。

公司生产工厂位于浙江省台州市三门县, 拥有 20 套全自动称重反应釜和 20 条全自动气雾剂生产线, 理论设计产能达到 2 亿罐。其他产线包括 3 个 10 万级的 GMP 净化生产车间和 5 台水净化处理器, 已取得了国家认可气雾类化妆品生产许可证; 3 条全自动洗衣液灌装流水线和 5 条半自动灌装线, 3 条全自动洗衣液灌装流水线年产能可达到 1200 万瓶, 5 条半自动简易灌装线, 年产能可达到 600 万瓶; 全自动固体生产线, 另外还配置了一条全自动蚊香液生产线和蚊香片生产线日产能可以达到 5 万箱。目前公司的产量约为 2.4 亿罐, 通过 24 小时排班已经达到满产水平。

1.7 国药景岳: 新的增长动力

公司将继续积极发展气雾剂业务, 一方面继续拓展 CMS 业务的海外新市场, 并同时专注产品研发、提升制造力及成本控制为客户创造更高价值。另一方面将继续巩固国内市场及 OBM 业务, 透过专注于开发高附加值的产品、完善现有 OBM 业务产品线、严格控制成本, 以致力提升自家品牌形象及提升产品竞争力, 以改善现有 OBM 业务。

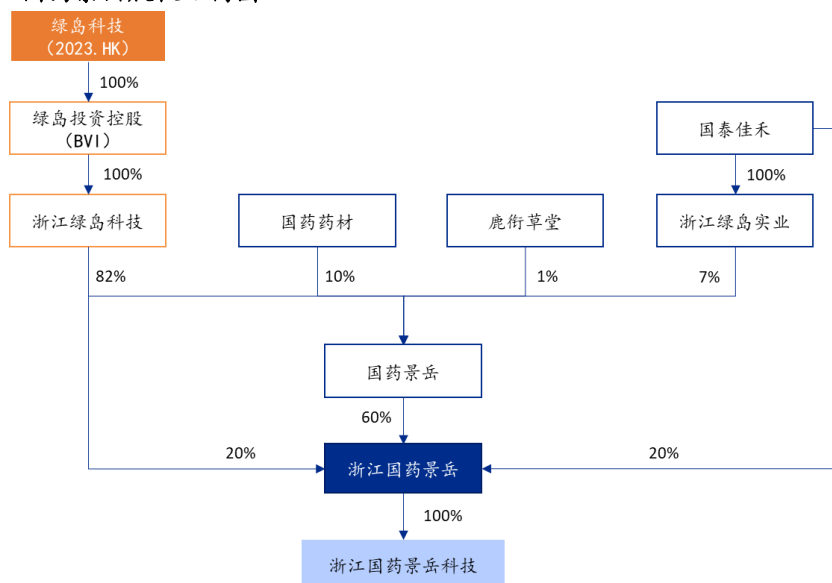
未来除了继续发展现有业务以外, 公司 2019 年与国药共同成立浙江国药景岳有限公司, 由绿岛科技直接和间接持股总计 69.2%。地块面积约 183 亩, 总建筑面积约 10.3 万平方米, 建成年产 3.8 亿罐气雾剂及配套项目。项目于 2020 年开始动工, 总投资金额将达到 6.1 亿元, 预计到 2021 年底、2022 年底、2023 年中产能将逐步达到 1 亿罐、2.5 亿罐和 3.8 亿罐。在产能投产之前, 国药景岳依靠绿岛现有产能进行生产, 2021 年首批产能将逐步释放。

图表 7：国药景岳项目发展规划



资料来源：公司资料，安信国际

图表 8：浙江国药景岳股权结构图



资料来源：企查查，公司资料，安信国际

国药景岳在日本大阪新建研发中心，现有专职研发人员 6 人，高级顾问 1 人，聘请了拥有 40 多年经验的日本专家开发气雾剂产品，以推出更符合市场需求的新产品，主要包括药用气雾剂、化妆品气雾剂、消毒气雾剂和高端芳香气雾剂。我们观察到医药气雾剂和个人护理气雾剂的增速高于行业平均，这为国药景岳的经营提供支撑。新产品均以“景维康”品牌进行销售，定位较原有产品更高端，单价将是现有产品的 3-4 倍，将有效拉升公司业绩。目前已经开始销售的新品共有 30 多种，得益于销售渠道的大幅扩张，销售表现良好。

药用气雾剂、医疗器械气雾剂：药用气雾剂以中药成分为主的中药型气雾剂，与国药集团联合开发平喘气雾剂、活血化瘀、抗风湿的一系列外用气雾剂，及用于呼吸道治疗的定量吸入气雾剂，如平喘气雾剂、宽胸气雾剂、口腔炎气雾剂等。医疗器械气雾剂，则在项目前期报批省级医疗器

械许可证的基础上，自主开发一系列的鼻腔盐水气雾剂、冷镇舒缓的冷疗喷剂、壳聚类妇科抗菌泡沫剂等。

消毒类产品于 2020 年 5 月取得浙江省消毒产品生产许可证，在现有消毒喷雾和免洗手消毒凝胶的基础上，生产的 500 毫升和 1000 毫升的免洗手凝胶已经进入了浙江省药械采购平台的白名单，碘伏消毒喷雾、创口消毒喷雾、液体创口贴喷雾也将申请进入医院辅助类采购项目名单。鞋袜消毒喷雾等产品已经成为抖音和直播的新宠。

化妆类气雾剂包括发类用气雾剂产品、护肤用气雾剂产品、芳香除臭用气雾剂产品。重点开发护肤用气雾剂产品，例如防晒隔离喷雾、保湿喷雾、氨基酸洁面沐浴慕斯、睡眠面膜喷雾及各种功效型化妆品喷雾，采用日本最流行的化妆品配方技术，化妆品已经陆续上市，成为抖音和直播的新宠，未来化妆品的研发主要还是走药妆、功能性化妆品为主。

高端芳香、清洁类气雾剂包括空气净化气雾剂、空气抑菌类气雾剂、汽车除菌喷雾剂、厨房清洁气雾剂、家居表面清洁气雾剂、电子表面清洁气雾剂及家居宠物类清洁气雾剂等，全部采用日本最先进的草本环保配方工艺，品质更高端。

图表 9：国药景岳新品



资料来源：公司资料，安信国际

除了利用绿岛现有销售渠道资源外，国药景岳将新增渠道主要包括两类：

- 1) 借助国药集团旗下零售网点，包括 28 万家社区药店，以及医院团购渠道。国药景岳以出厂价向国药集团渠道销售产品，其终端销售服务由国药集团的终端网点负责。景维康医用外科手免洗手凝胶和消毒喷雾已经完成浙江省药械采购平台的注册手续，10 月份以后会积极参与全省而至全国医院的采购招标。景维康免洗手凝胶、泡沫拟菌洗手液、空间消毒、物表消毒、鞋袜消毒喷雾积极进入国药几万家全部连锁药店。
- 2) 线上渠道，由国药景岳全资控股公司浙江国药景岳科技有限公司进行销售，将会积极布局电商旗舰店、直播自媒体、网络社区团购等。国药景岳科技成立于杭州，在当地组建了具有丰富线上运营经验的团队，销售快速增长。截止目前国药景岳的销量已经达到月均 500 万罐，随着未来新产能投产，我们预计国药景岳将成为公司新的增长动力。

2 气雾剂行业：符合消费升级趋势，成长空间巨大

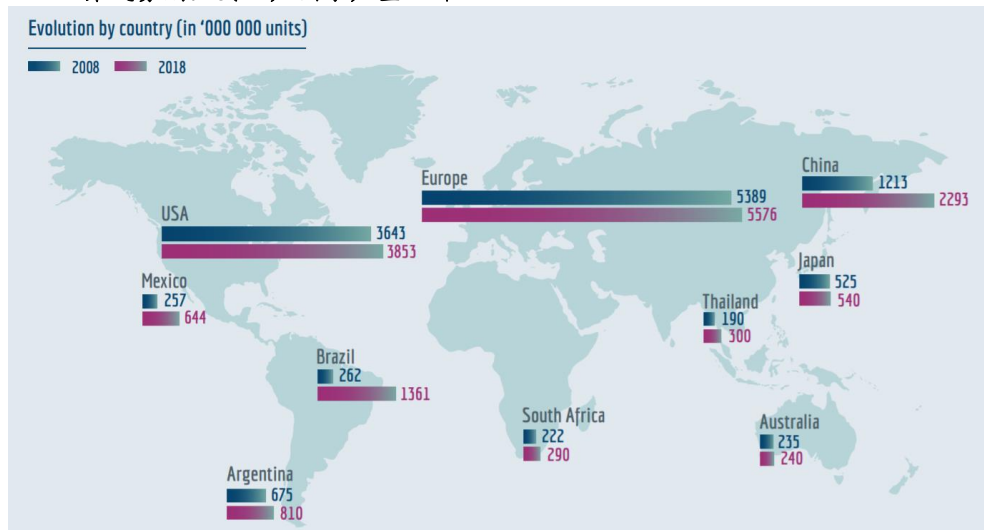
相比于传统液体包装，气雾剂产品具有使用方便、密封性好、喷出的液体颗粒小、分布均匀、更有利于吸收的优点，符合消费升级的趋势。根据欧洲气雾剂联盟公布的统计数据，2018 年全球气雾剂产量超过 160 亿罐，其中欧洲是世界上气雾剂生产最多的地区，产量达到 55.7 亿罐，美国次之，38.5 亿罐，中国位居第三，为 22.9 亿罐。

美国从 1949 年开始以气雾剂形式销售喷发胶，标志着气雾剂正式进入个人用品时间。至 2017 年，年销售量达 38 亿罐，主要集中在个人护理和家庭护理类气雾剂产品，分别占气雾剂全部市场的

25.9%和 24.8%。英国气雾剂年产值 300 亿英镑，200 多种不同用途，将近 2000 个品牌采用气雾剂，产量居世界第三位，占欧洲产量的 27%，世界产量的十分之一。每年气雾剂用量为 15.6 亿罐。

但从增速来看，欧洲、美国过去 10 年的年化增速仅为 0.34%和 0.56%，相比之下新兴地区的增速明显高的多。巴西过去十年 CAGR 达到 17.9%，墨西哥达到 9.6%，中国 6.6%。

图表 10：世界气雾剂主要生产国家产量统计



资料来源：欧洲气雾剂联盟 (FEA)

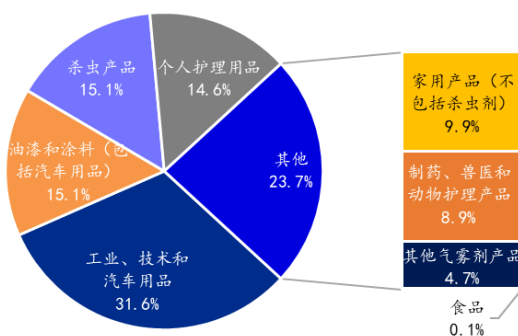
中国气雾剂行业的在过去几年保持了稳定的增长，产量从 2013 年的 17.1 亿罐稳定增长至 2018 年的 22.9 亿罐，年化复合增长 6%。从应用场景来看，汽车用品占比最高，达 31%，涂料、杀虫剂、个人护理占比较为接近，为 15%左右。

图表 11：中国气雾剂行业产量



资料来源：中国包装联合会气雾剂专业委员会, FEA, 安信国际

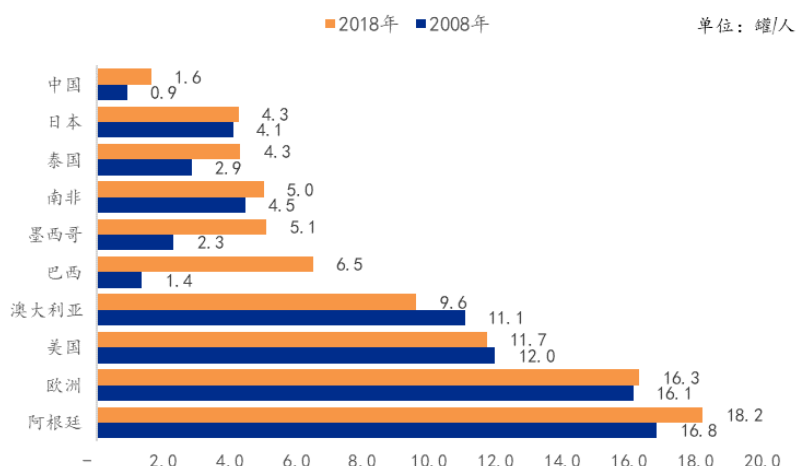
图表 12：中国气雾剂不同类型产量占比



资料来源：中国包装联合会气雾剂专业委员会, 安信国际

中国人均气雾剂用量与其他国家比仍有较大差距，看好行业成长空间。与其他气雾剂生产大国相比，中国人均气雾剂用量处于最低的水平，气雾剂在生活中的应用远远不如欧美国家普遍。我们认为相比传统的包装，气雾剂是一种更清洁、更方便，并且涂抹效果更好的产品形态，中国人均气雾剂的用量在未来仍将保持快速增长，成长空间广阔。即使按照日本的人均水平计算，中国气雾剂市场的天花板可能是目前的 2.6 倍，如果在 10 年内达到天花板，意味着年增速至少为 10%，高于目前行业增速。我们非常看好气雾剂行业的发展前景。

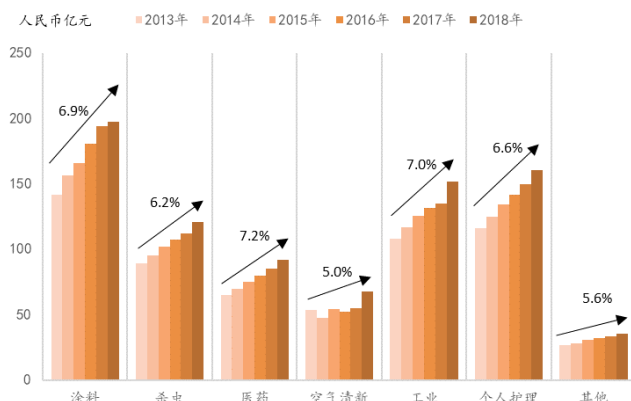
图表 13: 各国人均气雾剂用量



资料来源: FEA, Wind, 安信国际

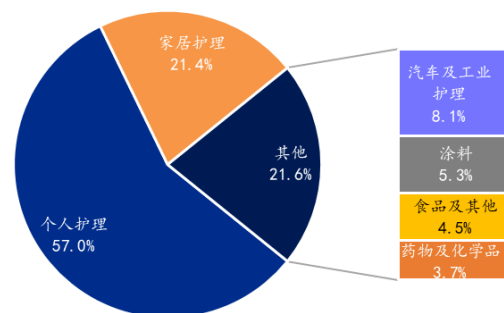
细分来看, 汽车、个人护理产品增速更高。回顾中国历史, 医药气雾剂、工业和涂料、个人护理气雾剂的增长速度最快。观察欧洲的应用分布我们可以发现, 个人护理的占比达到 57%, 即使扣除了产量最大的除臭剂(欧洲人的体味比亚洲人更重, 除臭剂需求更高), 其他个人护理产品的占比仍达到 23%, 气雾剂在个人护理领域的应用远远超过国内。由此可见, 个人护理领域的气雾剂发展仍有很大的上升空间。

图表 14: 中国各类气雾剂市场规模



资料来源: 智研咨询, 安信国际

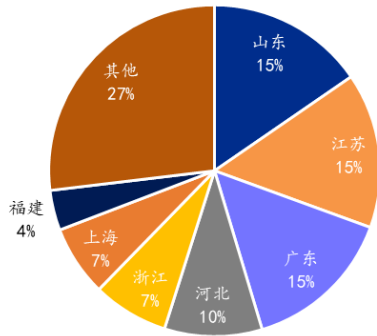
图表 15: 欧洲各类气雾剂产量占比



资料来源: FEA, 安信国际

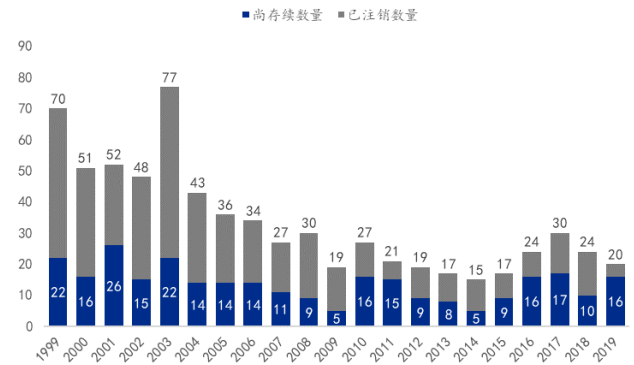
行业竞争格局分散, 竞争较为激烈。由于喷雾剂应用范围广泛, 因此玩家众多, 竞争格局较为分散。中国绿岛为国内以产量计排名第一的企业, 年产量达 1.2 亿罐, 仅占全国总产量的 5.2%。我们通过企查查搜索经营范围为“气雾剂”的企业, 截止 2020 年 2 月 17 日共有 1176 家制造企业, 主要集中在山东、长三角和珠三角地区。按成立年份来看, 近年来新增气雾剂企业数量略有上升, 但淘汰速度也很快, 尚存续的企业数量占全部企业数量的一半不到, 竞争较为激烈。

图表 16: 中国喷雾剂企业分布



资料来源: 企查查, 安信国际

图表 17: 每年新增气雾剂制造企业数量



资料来源: 企查查, 安信国际

环保政策趋严, 行业门槛提升。气雾剂生产的行业门槛主要包括 1) 技术专利。制造商需要具备扎实的产品知识, 了解产品化学特性及监管标准, 为不同应用场景提供最佳解决方案, 并且对产品有持续改善提升的能力。2) 环保政策要求。气雾剂生产中的环保要求主要集中在废气、废水和生产噪声的控制。近年来, 伴随着“水十条”、“大气十条”等相关法规的陆续出台, 环保要求不断趋严, 行业门槛逐步提升, 一些不符合环保要求的小企业被迫退出市场。

图表 18: 截止 2019 年相关中国环保政策汇总

发布时间	发布机构	政策法规	主要内容
2015 年 1 月	十二届全国人大常委会第八次会议	《环保法》	加大排污橙汁力度, 对于拒不改正的排污企业罚款金额可以“按日连续处罚”, 同时赋予环保部门查封扣押等权利
2015 年 8 月	全国人大常委会	《大气污染防治法 (2015 年修订)》	将排放总量控制和排污许可由“两控区”扩展到全国, 明确分配总量指标, 对超总量和未完成达标任务的地区实行区域限批, 并约谈主要负责人
2016 年 11 月	环境保护部	《环境保护“十三五”规划基本思路》	在 PM2.5 严重、大气污染传输影响显著的东中部 12 个省、珠三角、成渝区域大力推进区域大气污染协同控制, 形成区域统一的环境决策协商机制
2016 年	环境保护部	《环境空气质量标准》	最大调整是将细颗粒物 (PM2.5)、臭氧 (8 小时浓度) 纳入常规空气质量评价, 并收紧了颗粒物 (PM10)、氮氧化物等标准限值
2016 年 6 月	环境保护部	《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》	强化环境约束, 推动去除落后和过剩产能; 严格环境准入, 促进提高新增产能质量; 落实环境治理任务
2017 年	政府工作报告	打赢蓝天保卫战	京津冀“2+26”城市 PM2.5 平均浓度和重污染天数要求同比下降 15% 以上。污染治理效果与地方政府官员考核绩效挂钩, “河长制”、中央环保督察、专项整治行动等相继展开, 处罚力度史无前例
2018 年 7 月	国务院	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到 2020 年, 二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15% 以上; PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18% 以上, 地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%, 重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25% 以上
2019 年 3 月	国家发改委、中国人民银行等七部委联合	绿色产业指导目录 (2019 年版)	《目录》是目前我国关于界定绿色产业和项目最全面详细的指引

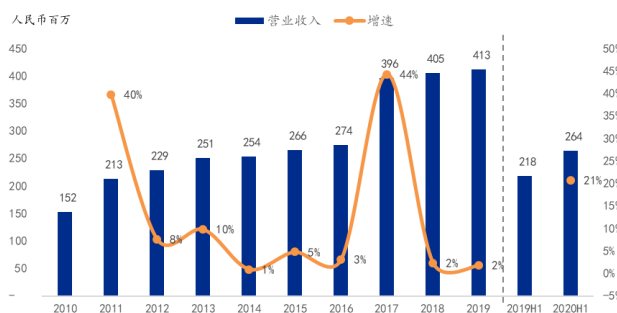
资料来源: 前瞻产业研究院, 安信国际

3 财务分析：公司收入实现稳步增长，主营业务盈利稳定

公司收入实现稳步增长，疫情助力公司抢夺市场份额。2019 年全年实现收入 4.12 亿人民币，同比增长 2%。净利润为 2380 万，同比增长 2.6%。2020 年上半年收入 2.63 亿，同比 20.7%，净利润 2870 万，同比增长 117.4%。疫情期间洗手液等防疫产品销量大涨，一方面得益于需求本身的增加，另一方面一些竞争对手因疫情而停产，使得公司得以抢占其市场份额，我们认为这将在长期增加公司的订单。公司的产品布局比较稳定，家具及汽车护理产品占比最大，达 46%，空气清新剂占比 32%。个人护理及杀虫剂占比较小。

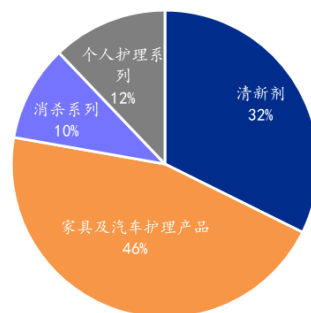
环保法规趋严，利好头部企业。根据我们与公司的沟通，下半年在疫情常态化的情况下，公司业务仍延续了上半年的增长态势，主要原因在于国内外环保法规趋于严格，部分没有认证资质的小牌杂牌被迫退出市场，而像公司这样有正规产品认证许可的企业因此受益，下半年获得了多笔大客户订单，我们预计环保法规将成为未来公司业务增长的动力之一。

图表 19：收入保持稳定增长



资料来源：公司年报，安信国际

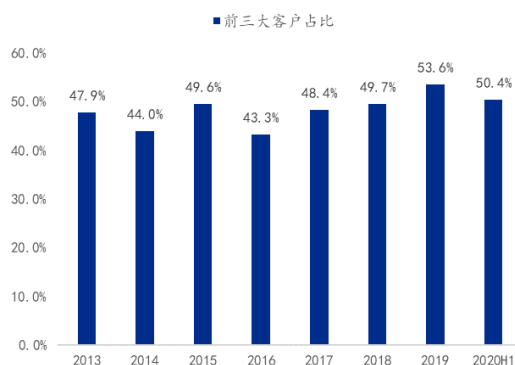
图表 20：2018 年收入按产品种类划分



资料来源：公司资料，安信国际

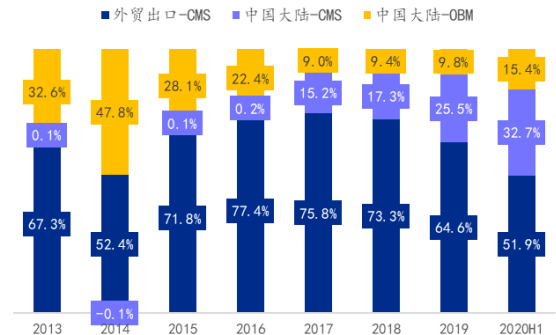
公司客户集中度较高，国内业务占比逐步提升。公司前三大客户收入占比超过 40%，且近年来有逐渐上升的趋势。我们认为这使得公司的风险与优势并存，与大客户保持良好的关系使得公司的业绩有基本保证，但是损失一个大客户将使得收入大幅下降。2019 年公司 64.6% 的收入来自外贸出口，2020H1 这个比例下降至 51.9%。外贸出口产品全部是以 CMS 形式销售，且毛利率高于国内业务。自 2017 年开始，公司开展了国内 CMS 业务，近年来占比逐步上升，至 2020H1 已经达到 32.7%。公司以自有品牌“绿岛”、“吉尔佳”、“鹰王”销售的 OBM 产品占比也在逐步上升，2020H1 受疫情影响，国内 OBM 业务大幅增加，占比达到 15.4%。

图表 21：前三大客户占比较高



资料来源：公司年报，安信国际

图表 22 CMS 占比逐年提升

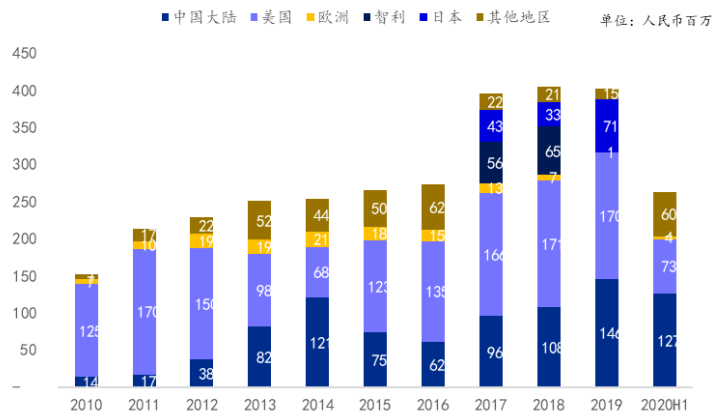


资料来源：公司年报，安信国际

美国是公司最大销售地区。来自美国的订单需求构成公司第一大销售来源，2019 年和 2020H1 收入分别为 41.2% 和 27.8%，收入分别为 1.7 亿和 7300 万，同比增长 -0.6% 和 -6%。由于中国业务收入逐步抬升，外贸业务整体占比略有下降。此外，公司的产品也销售至智利、日本、以及欧洲国

家。

图表 23：按国家划分的收入

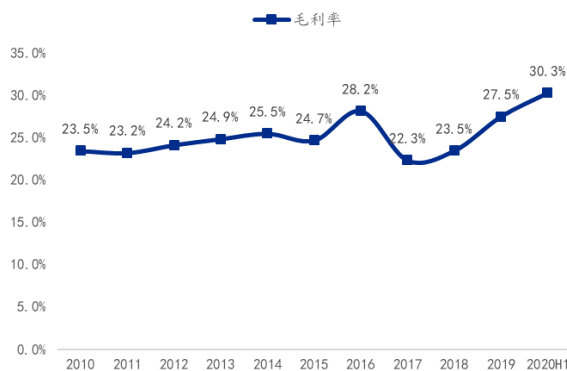


资料来源：公司年报，安信国际

注：除 2017、2018 年外，智利和日本均被归类为其他地区

公司的毛利率显著提升。2017 年开展了国内 CMS 业务，该业务毛利率较低，而毛利率较高的国内 OBM 销售收入占比下降，使得 2017 年毛利率下降至 22.3%。2019 年由于制造业增值税从 16% 下调至 13%，使得毛利率上升 4pct 至 27.5%。2020 年上半年由于 OBM 业务占比大幅上升，且消毒产品毛利率更高，拉升了整体毛利率。公司的净利润水平一直较为稳定，2019 年净利润 2380 万，2020H1 净利润大幅增长至 2870 万，受益于毛利率的提升以及费用率的下降。回顾过去几年，公司的净利润除了 2015 年一次性施行股权激励政策之外，一直维持在 2200 万至 2400 万之间，盈利能力较为稳定。

图表 24：毛利率有一定波动



资料来源：公司年报，安信国际

图表 25：净利润水平较为稳定



资料来源：公司年报，安信国际

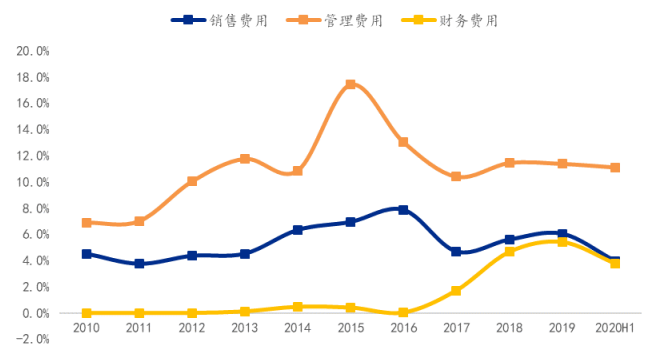
主营业务表现稳定，未来资本开支加大。2017 年起公司进行了较大的资本支出，先后投资一家污水源热能采集企业 80% 股权，交易对价 5200 万人民币，收购一家从事供热业务的企业恒智集团有限公司 50% 股权，对价 1.6 亿人民币，其中现金支付 1.12 亿，以股权形式支付剩余 4800 万。此外 2017 年公司与国药药材、鹿术草堂成立浙江国药景岳气雾剂有限公司，截止 2020 年 6 月绿岛科技共投入 1.4 亿用于开发药用及食用气雾剂产品。大额资本支出使得公司截止 2020 年 6 月接近 2.8 亿有息负债，2019 年财务费用达到 2240 万，占收入的 5.4%，平均融资利率达到 8.8%，对净利率有较大影响。公司整体净利率从 2016 年的 8.5% 下降至 2019 年的 5.8%。用于国药景岳业务的资本投入将达到 5.7 亿元，已经投入 1.4 亿元，未来仍将持续投入，如果通过债务融资解决资金来源将增加财务费用。

图表 26: 净利率



资料来源: 公司年报, 安信国际

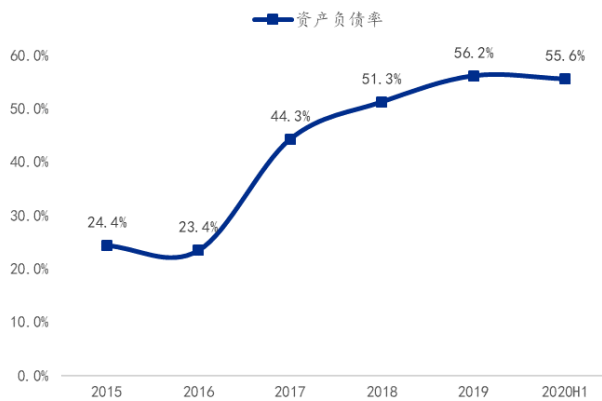
图表 27: 三项费用率



资料来源: 公司资料, 安信国际

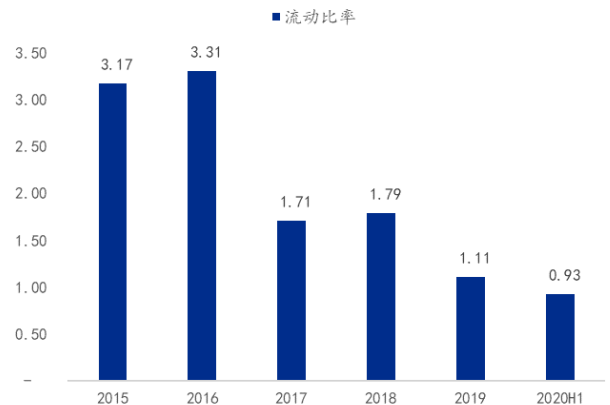
债务比例上升, 流动性较紧张。公司资产负债率近年来有所上升, 2020年6月达到55.6%, 主要是因为近年来资本支出增加导致。与之对应的, 流动比率也有所降低, 2020年6月达到0.93, 跌破了1的警戒线, 流动性较紧张。

图表 28: 资产负债率近年来有所上升



资料来源: 公司年报, 安信国际

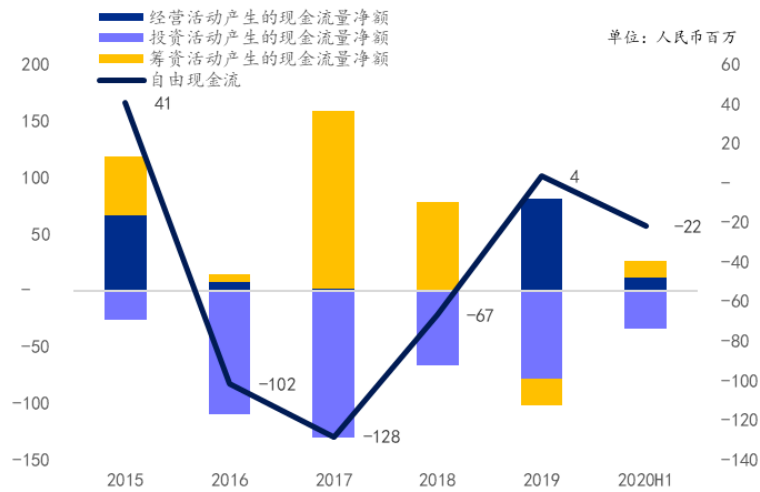
图表 29: 流动比率有所下降



资料来源: 公司年报, 安信国际

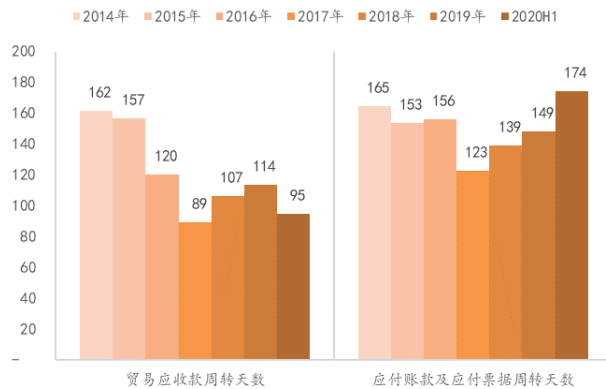
运营能力来看, 公司与上下游账期较长, 经营性现金流较少。受到大客户信贷政策的影响, 历史上应收账款的波动较大, 2019年应收账款周转天数约为114天, 较18年略有增加, 但预付款从18年的7800万降为6300万, 因此在当年实现了较好的经营性现金流。与上游供应商的账期也较长, 并且长于应收账款账期, 一定程度上缓解了现金流压力。2019年应付账款及应付票据周转天数为149天。存货周转天数近年来略有下降, 2019年为50天。

图表 30: 各类现金流状况



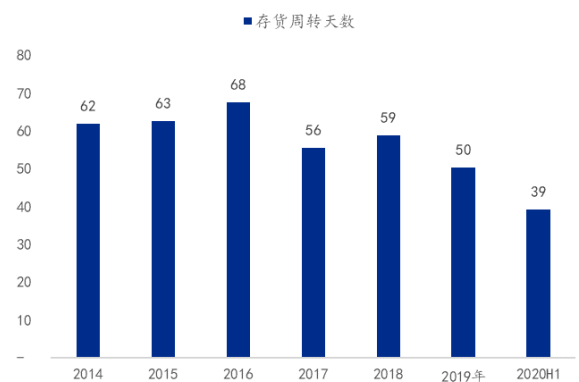
资料来源: 公司年报, 安信国际

图表 31: 应收及应付周转天数



资料来源: 公司年报, 安信国际

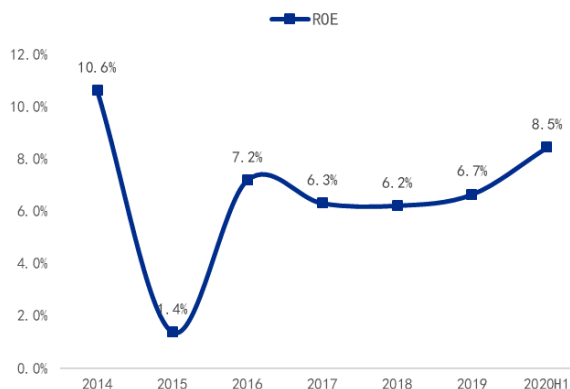
图表 32: 存货周转天数



资料来源: 公司年报, 安信国际

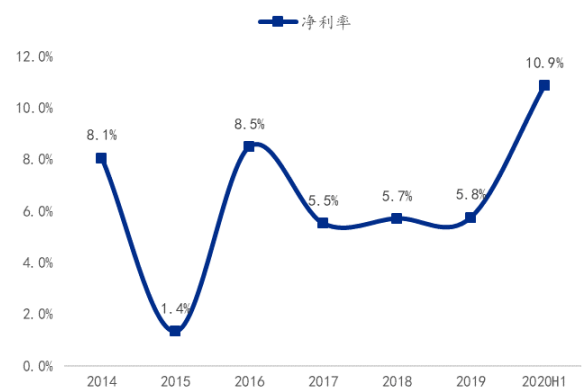
2019 年公司 ROE 为 6.7%，较 18 年略有上升，2020H1 的年化 ROE 达到 8.5%，主要受益于上半年净利率大幅提升，我们认为未来会有所回落。

图表 33: ROE



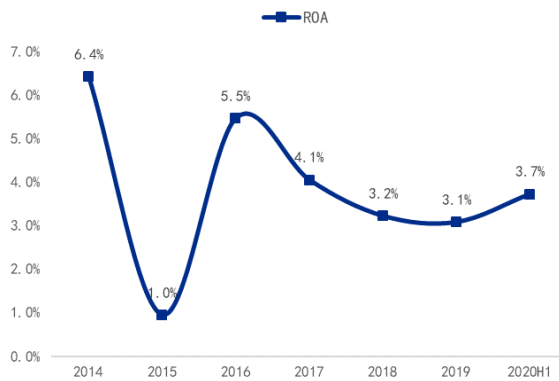
资料来源: 公司年报, 安信国际

图表 34: 净利率



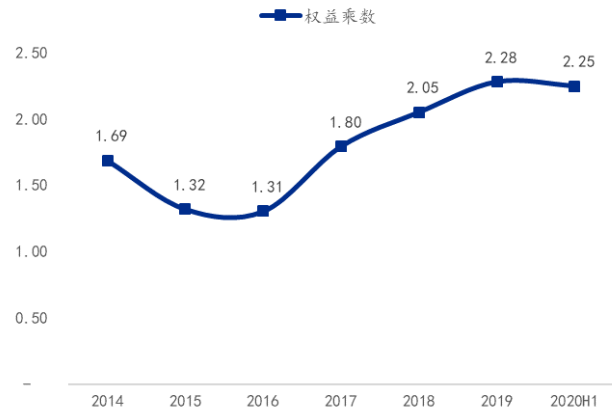
资料来源: 公司年报, 安信国际

图表 35: ROA



资料来源: 公司年报, 安信国际

图表 36: 权益乘数



资料来源: 公司年报, 安信国际

4 财务报表预测及估值

4.1 财务报表预测

关键假设:

绿岛科技业务: 现有公司业务包括外贸出口、国内 CMS 业务以及国内 OBM 业务, 由于公司将剩余产能用于合营公司代加工产品, 我们预计现有业务的产量上升有限, 未来将在现有业务基础上有小幅增长, 主要是由单价微幅上升带动的。我们预计下半年收入增长仍将保持较高的水平, 主要得益于 1) 国药景岳新品上线, 销售大幅增加; 2) 国内 CMS 和国外 CMS 业务有增长, 主要是由于环保法规要求趋紧, 小牌杂牌被挤压出市场, 而像绿岛这样通过正规审核认证的公司抢夺了空白的市场。但由于绿岛现有工厂产能有限, 已经安排三班倒的情况下突破了原有的 2 亿罐设计产能, 达到 2.4 亿罐, 再提升的空间几乎没有。未来需要等待国药景岳一期工程投产后才能释放产能空间给新增订单。我们预计在未来几年绿岛的收入将在 6 亿元收入的基础上有小幅增加, 主要来自单价的上升。

国药景岳业务: 浙江国药景岳气雾剂有限公司预计于 2021 年中投产, 首批产能预计为 1.7 亿罐。整体工程的总产能预计为 3.8 亿罐, 其中约 22.5% 用于药用气雾剂生产, 约 22.5% 用于化妆品气雾剂生产, 剩余 55% 用于家用气雾剂生产。公司聘请日本专家进行产品研发, 大幅扩展了高端产品的组合, 同时国药集团的入股使得公司产品得以进入国企旗下销售渠道, 外加在杭州组建的团队专门进行线上运营, 未来国药景岳的销售渠道相比绿岛将有很大幅度的拓展。随着产能在 2021 和 2022 年的逐步落地, 我们预计未来几年国药景岳的销售收入将会大幅提升。

综上, 我们预计 2020、2021、2022 年总营业收入将达到 6.1 亿、8.5 亿、11.6 亿。

成本预测:

2020 年上半年毛利率为 30.3%, 较 19 年同期提升了 2.9pct, 主要得益于上半年消毒产品毛利率较高。下半年我们预计绿岛业务的毛利率仍将保持在 30% 左右的水平, 主要由于为国药景岳代加工的毛利率较高, 且今年原材料成本略有下降。未来我们预计绿岛业务的毛利率将维持在 29% 左右。国药景岳的毛利率较高, 我们预测毛利率可达到 40% 左右, 这将拉升公司整体毛利率水平。

费用预测:

销售及管理费用: 上半年销售费用较 19 年同期略有下降, 主要是由于疫情导致出差减少。而够公司的大客户基本稳定, 因此用于销售费用的投入增长低于收入整体增长。我们预计未来绿岛的销售费率将维持在 4% 左右。国药景岳的业务对销售能力的要求更高, 因此费率也会大幅高于绿岛, 我们预计将在 15% 左右。管理费率方面, 我们预计绿岛和国药景岳的费用率将在 10-11% 左右。

财务费用：由于国药景岳的厂房建设仍需要大量资金，我们预计未来三年公司仍将发生较多财务费用。

综合以上，我们预计 2020、2021、2022 年公司归属普通股股东净利润为 0.68 亿、0.85 亿、1.14 亿。

图表 37：盈利预测

人民币百万	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	396	405	413	616	852	1,165
外贸出口	300	297	267	270	274	316
YoY		-1.0%	-10.1%	1.2%	1.5%	15.1%
国内销售-CMS	60	70	105	165	169	229
YoY					2.4%	35.4%
国内销售-OBM	36	38	41	60	60	60
YoY		6.4%	6.8%	47.9%	0.0%	0.0%
国药景岳收入	-	-	-	120	348	560
YoY						60.9%
营业成本	-307	-310	-299	-415	-566	-766
毛利	88	95	114	201	285	400
毛利率	22.3%	23.5%	27.5%	32.7%	33.5%	34.3%
销售费用	-19	-23	-25	-38	-71	-106
占收入比例	-4.7%	-5.6%	-6.1%	-6.1%	-8.3%	-9.1%
管理费用	-41	-46	-47	-68	-91	-124
占收入比例	-10.4%	-11.5%	-11.4%	-11.0%	-10.7%	-10.6%
应占合营企业收益	2	5	3	-0	-	-
占收入比例	0.5%	1.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	-5	-17	-20	-19	-25	-35
占收入比例	-1.7%	-4.7%	-5.4%	-3.4%	-2.9%	-3.0%
其他收入/支出	1	14	8	9	8	8
占收入比例	0.2%	3.5%	1.8%	1.4%	0.9%	0.7%
除税前溢利	27	29	32	86	106	142
所得税	-5	-5	-8	-17	-21	-28
所得税率	-18.3%	-18.8%	-24.1%	-19.8%	-19.8%	-19.8%
净利润(含少数股东权益)	22	23	24	69	85	114
净利率	5.5%	5.7%	5.8%	11.1%	10.0%	9.8%
少数股东损益	-	-	-	0	1	1
净利润(不含少数股东权益)	22	23	24	68	85	113
EPS (港元)	0.05	0.06	0.06	0.16	0.20	0.27
市盈率 (倍)	19.66	18.56	18.09	6.31	5.09	3.81

数据来源：安信国际研究预测

4.2 估值分析

我们采用 DCF 估值模型，以及参考同类企业 PE 水平的方式对公司进行估值，综合两者的估值结果我们认为公司的合理股价在 1.6-2.4 港元之间，目标价格取平均数 2.0 港元，较当前股价有 98% 的上升空间。

在 DCF 模型下，我们预计公司当前合理估值在 12 亿港元，对应股价为 2.45 港元。对比同类型的公司，由于小市值公司流动性不足，且增长速度较低，我们主要对比了日常用品板块的较大市值公司，2021 年预测 PE 均值为 19.7x，考虑到中国绿岛流动性较低，但未来几年收入

增速较高，综合考虑我们给予 8x 的 PE 估值，对应目标价 1.6 港元。

图表 38: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
(年结31/12; 人民币百万)	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测
营业额	396	405	413	616	852	1,165	1,281
增长率%		2.4%	1.9%	49.2%	38.3%	36.8%	9.9%
EBIT	32	45	52	105	131	177	194
增长率%		43.0%	13.9%	103.4%	24.9%	35.3%	9.8%
EBIT率%	8.0%	11.2%	12.5%	17.0%	15.4%	15.2%	15.2%
有效税率%	18.3%	18.8%	24.1%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
EBIT x (1-有效税率)	26	37	39	84	105	142	156
+ 折旧摊销	8	10	12	6	7	7	7
+ 营运资金变动	-23	-30	48	-70	-59	-79	-30
- 资本支出	-13	-15	-2	-12	-10	-	-
自由现金流, FCF	-2	2	97	8	43	70	133
增长率%				-91.8%	440.3%	63.0%	89.6%
折现年份				- €	1.00 €	2.00 €	3.00 €
折现因子				1.0000	0.8890	0.7903	0.7026
FCF现值				8	38	55	93
FY2020-23 FCF现值总额							195
永续期价值现值							906
企业价值							1,101
加: 净现金							-77
减: 少数股东权益							-
DCF估值(百万港元)							1,204
假设:							
WACC							12.5%
永续增长率							2.0%

资料来源: 安信国际研究预测

图表 39: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	净利润 (亿元)					P/E				
				2017	2018	2019	2020E	2021E	2017	2018	2019	2020E	2021E
恒安国际	1044.HK	647	HKD	45.1	46.3	55.2	59.9	64.3	14.4	14.0	11.7	10.8	10.1
yoy				41%	3%	19%	8%	7%					
L'OCCITANE	0973.HK	288	HKD	11.0	10.8	7.6	13.2	15.7	26.3	26.7	37.9	21.8	18.4
yoy				10440%	-2%	-29%	74%	19%					
维达国际	3331.HK	253	HKD	6.5	11.4	18.7	20.5	22.5	39.0	22.2	13.5	12.3	11.2
yoy				5%	75%	65%	10%	10%					
上海家化	600315.SH	267	CNY	5.4	5.6	3.8	5.0	7.3	49.4	47.9	71.2	53.4	36.8
yoy				39%	3%	-33%	33%	45%					
中顺洁柔	002511.SZ	284	CNY	4.1	6.0	9.1	11.0	13.0	69.8	47.1	31.2	25.8	21.8
yoy				17%	48%	51%	21%	18%					
平均估值									39.8	31.6	33.1	24.8	19.7

注: 时间截止2020/12/07, 预测值为wind一致预测

资料来源: wind, 安信国际证券研究

图表 40: 可比估值法下股价的敏感性分析

		2021年EPS				
		0.16	0.18	0.20	0.22	0.24
PE	2x	0.33	0.36	0.40	0.45	0.49
	4x	0.66	0.73	0.81	0.89	0.98
	6x	0.98	1.09	1.21	1.34	1.47
	8x	1.31	1.46	1.62	1.78	1.96
	10x	1.64	1.82	2.02	2.23	2.45
	12x	1.97	2.19	2.43	2.67	2.94
	14x	2.30	2.55	2.83	3.12	3.43

资料来源: 安信国际证券研究

5 风险提示

市场竞争加剧，国药景岳的业务发展不及预期，新冠疫情反复。

6 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	178.8	161.2	122.4	115.7	127.6	225.9
贸易应收款项	221.3	197.1	312.1	431.8	590.8	649.6
预付及其他应收款项	-	-	-	-	-	-
存货	44.0	38.7	57.3	78.3	105.9	115.6
受限制存款	17.3	23.8	23.8	23.8	23.8	23.8
其他流动资产	0.5	-	-	-	-	-
流动资产总额	461.9	420.8	515.7	649.6	848.0	1,014.9
物业、厂房及设备	101.1	95.5	101.1	104.3	97.6	90.8
土地使用权及权益	5.1	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
无形资产	12.0	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
商誉	-	-	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	213.5	204.3	205.6	355.6	505.6	507.6
递延税项资产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
其他非流动资产	2.2	-	-	-	-	-
非流动资产总额	334.2	325.3	332.2	485.4	628.7	623.9
总资产	796.1	746.1	847.9	1,135.1	1,476.7	1,638.8
贸易应付款项	134.8	135.5	187.3	255.9	346.0	378.0
合同负债	9.6	23.1	34.5	47.7	65.2	71.7
短期有息债务	112.0	218.3	193.4	297.5	401.6	401.6
应付即期税项	1.2	-	-	-	-	-
其他流动负债	-	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
流动负债总额	257.6	380.1	418.4	604.3	816.0	854.4
长期有息债务	149.0	33.4	29.6	45.5	61.4	61.4
递延收入-非流动负债	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
递延税项负债	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
其他非流动负债	-	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
非流动负债总额	150.6	39.0	35.2	51.1	67.0	67.0
总负债	408.2	419.1	453.6	655.4	883.0	921.5
股本	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
储备	55.7	-23.7	-23.7	-23.7	-23.7	-23.7
少数股东权益	-	-	0.2	0.8	1.6	2.5
总股东权益	387.9	327.1	395.6	480.8	594.6	718.0

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
息税前利润	45.2	51.5	104.8	130.9	177.1	194.4
所得税	-4.0	-8.7	-16.9	-21.0	-28.1	-30.4
营运资本变动	-29.8	48.2	-70.5	-58.8	-78.9	-30.1
折旧及摊销	10.1	11.8	6.4	6.8	6.8	6.8
利息支出	-13.0	-20.9	-20.7	-24.7	-35.2	-40.5
其他	-9.2	-0.3	-0.0	-	-	-
经营性现金流净额	-0.7	81.6	3.0	33.1	41.7	100.2
资本开支	-59.4	-74.3	-162.0	-160.0	-150.0	-2.0
其他	-6.7	-3.6	0.6	0.6	0.6	0.6
投资性现金流净额	-66.1	-77.9	-161.4	-159.4	-149.4	-1.4
新发股份	-	-	-	-	-	-
支付股息	-	-	-	-	-	-
新增债务	78.7	-24.1	120.0	120.0	120.0	-
其他	-	-	-	-	-	-
筹资性现金流净额	78.7	-24.1	120.0	120.0	120.0	-
现金净变动	15.2	-20.8	-38.8	-6.7	11.9	98.4
现金期初余额	54.3	69.5	161.2	122.4	115.7	127.6
现金期末余额	69.5	48.8	122.4	115.7	127.6	225.9

数据来源：安信证券研究中心预测

利润表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	405.0	412.6	615.6	851.7	1,165.2	1,281.1
营业成本	-309.9	-299.1	-414.5	-566.4	-765.7	-836.4
毛利	95.1	113.5	201.1	285.3	399.5	444.7
销售费用	-22.7	-25.0	-37.8	-71.0	-106.5	-122.6
管理费用	-46.4	-47.0	-67.7	-91.4	-124.0	-135.7
应占合营企业收益	5.1	2.5	-0.3	-	-	-
其他收益及损失	14.1	7.5	8.7	8.0	8.0	8.0
营业利润	45.2	51.5	104.0	130.9	177.1	194.4
财务费用	-16.5	-20.0	-19.2	-24.7	-35.2	-40.5
除税前利润	28.7	31.5	84.8	106.1	141.9	153.9
所得税	-5.4	-7.6	-16.9	-21.0	-28.1	-30.4
净利润	23.3	23.9	67.9	85.1	113.8	123.5
归属母公司净利润	23.2	23.8	68.3	84.6	113.0	122.5
EPS (港元)	0.06	0.06	0.16	0.20	0.27	0.29
EBITDA	55.3	63.3	111.1	137.6	183.9	201.1

主要财务比率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
同比增长率:						
营业收入增长率 (%)	2.4%	1.9%	49.2%	38.3%	36.8%	9.9%
除税前利润增长率 (%)	43.0%	13.9%	103.4%	24.9%	35.3%	9.8%
净利润增长率 (%)	5.9%	2.6%	187.9%	24.3%	33.7%	8.5%
盈利能力:						
毛利率 (%)	23.5%	27.5%	32.7%	33.5%	34.3%	34.7%
净利率 (%)	5.8%	5.8%	11.0%	10.0%	9.8%	9.6%
ROE (%)	6.2%	6.7%	19.0%	19.4%	21.2%	18.8%
偿债能力:						
资产负债率 (%)	51.3%	56.2%	53.5%	57.7%	59.8%	56.2%
流动比率 (x)	1.79	1.11	1.23	1.07	1.04	1.19
利息覆盖倍数 (x)	3.35	3.17	5.78	5.57	5.22	4.97
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营运能力						
存货周转天数	59	50	50	50	50	50
应收账款周转天数	182	185	185	185	185	185
应付账款周转天数	162	165	165	165	165	165
每股资料						
EPS (港元)	0.06	0.06	0.16	0.20	0.27	0.29
BPS (港元)	0.93	0.78	0.95	1.15	1.42	1.72
每股经营现金 (港元)	-0.00	0.20	0.01	0.08	0.10	0.24
估值比率						
PE	18.56	18.09	6.31	5.09	3.81	3.51
PB	1.11	1.32	1.09	0.90	0.72	0.60

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010