

2023 年 11 月 3 日

理士国际 (842.HK)

优质的铅酸蓄电池企业综合实力强劲

理士国际 (842.HK) 为领先的全球电源解决方案供应商, 公司产品以铅酸蓄电池为主, 同时也拥有锂电产能, 把握部分铅转锂领域和储能等新兴领域机会。公司为通信备用领域龙头, 同时涉足起动启停电池、动力电池和铅回收领域, 综合实力强劲。公司海外建厂经验丰富, 有利于全球化布局。售后市场的拓展将为公司带来后续增长机会。目前公司的股息率较为吸引, 达到 7.5%。去年公司归母净利润为 4.43 亿人民币, 预计 2023/2024 年公司归母净利为 5.03/6.01 亿人民币, 目标价 1.9 港元/每股, 相当于 2024 年 4 倍 P/E。当前价格较目标价有 40% 上升空间, 首予“买入”评级。

报告摘要

通信备用电池市场龙头之一, 涉及多种下游领域。在众多电池制造商中, 理士国际是提供最广泛铅酸蓄电池系列产品的制造商之一, 拥有超过 3000 种电池型号。公司涉及下游领域较多, 包括备用电池、起动启停电池、动力电池以及铅回收等领域, 但在每个领域都做出不错水平。备用电池业务为公司的第一大收入来源, 达到 60.06 亿元, 占 2022 年总收入的 46.8%。公司为通信备用电池市场龙头之一。全球 10 大通信运营商中, 8 家使用理士备用电池。而在汽车配套领域, 公司也占据相当分量。目前公司总共拥有铅酸电池年产能 26.59Gwh, 后续公司产能也将不断提升。公司也进一步加大对锂电和储能的投入和布局。

海外建厂先行者, 海外市场收入占比超过 40%。公司拥有丰富的海外生产销售经验, 在全球 100 多个国家及地区分销产品, 包括美国、欧盟、英国以及非洲等。目前公司的海外收入占比已经超过 40%, 近两年海外市场收入年增长率超过 25%。公司目前在安徽、广东、江苏设立厂房, 海外设有越南、马来西亚、印度和斯里兰卡的厂房。除此之外, 公司已在墨西哥建厂, 生产包括汽车起动启停电池和网络电池等。国内出口至美国的铅酸蓄电池需要征收 25% 左右的高额关税, 海外建厂有利于规避高额关税影响。墨西哥建厂能够更好的服务北美客户, 而靠近客户也有利于减少库存和产品在途时间。除此之外, 也有助于公司海外整车厂客户配套市场取得突破。公司也于今年 4 月份跟全球知名电池品牌 banner 集团签署合作协议, 而 Banner 集团在高端汽车电池配套市场享有良好的声誉, 产品专供宝马、保时捷等, 有利于强强联合。今年 7 月, 公司披露收购天津杰士和顺德汤浅的 70% 的股权, 有利于公司扩大业务规模。

增长点: 加大储能和锂电布局, 售后市场带来新的增长和利润提升。公司抓住储能发展机遇, 进一步加大锂电和储能业务的布局, 重点发力在储能系统。公司的储能应用在电网储能、工商业储能、家庭储能等。公司除了在电芯有生产能力之外, 在逆变器、EMS 和 BMS 都有相关涉及。公司也进一步加大研发投入, 产品系列推陈出新提升竞争力。如公司的铅炭电池产品循环寿命可做到 2700 次循环, 远超平均水平 2000 次。除了中国, 公司也看好产品在欧洲和非洲市场的销售。目前储能板块收入占比大概在 10% 左右, 预计在未来两三年, 随着储能行业的不断发展, 储能板块的收入占比将不断提升。公司另外一个利润的增长点在于售后市场。公司近年来加强零售市场渠道建设, 抓住电池后续的更换市场。储能、备用电池、启动启停电池每三年即需要替换, 而渠道销售价格高, 对资金占用少, 售后市场的发展能够给公司带来利润率的提升和现金流的改善。

财务端: 毛利率有所提升, 股息率达到 7.5%。公司 2023 年中期毛利率 13.6%, 同比提升 2.5 个百分点。主要是公司降本增效持续发挥作用。公司将继续降本增效的动作, 包括构建采购平台, 加入专家团, 头部供应商的认证等, 预计将带来毛利率的持续改善。公司去年派发每股 0.1 港元, 分红率达到 30%, 预计今年股息率达到 7.5%, 较为吸引。

(转下页...)

公司深度分析

证券研究报告

电池

投资评级: 买入

目标价格: 1.90 元

现价 (2023-11-2): 1.33 港元

总市值(百万港元)	1,855.21
H 股市值(百万港元)	1,855.21
总股本(百万股)	1,364.12
H 股股本(百万股)	1,364.12
12 个月低/高(港元)	0.54/2.44
平均日成交(千港元)	460.00

股东结构

董李	74.5%
睿思资本	6.0%
Asia Equity Special Opportunities Portfolio Master Fund Limited	5.0%
其他	14.5%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.28	-1.16	133.34
绝对收益	-3.55	-14.47	151.85

数据来源: 彭博、港交所、公司

颜晨 行业分析师

+852-22131403

joyceyan@eif.com.hk

首予“买入”评级。我们对公司的 2022-2024 的预测归母净利润分别为 503、601 和 673 百万人民币对应 EPS 为 0.37、0.44 和 0.49 元/股。结合行业估值情况和公司未来增长情况，给予公司 2024 年 P/E 4x，结合 2024 年预测的 EPS0.44 元，得出对应公司股价为 1.90 港元，较目前股价有 39.7%的上升空间，给予“买入”评级。

风险提示：技术换代影响，上游原材料上涨，电池需求不及预期，行业政策影响

财务表现及估值摘要

(12 月 31 日年结；人民币百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,303	12,846	13,425	15,790	17,178
增长率 (%)	17.4	13.6	4.5	17.6	8.8
毛利	1,510	1,595	1,842	2,185	2,386
增长率 (%)	27.0	5.6	15.5	18.6	9.2
归母净利润	136	443	503	601	673
增长率 (%)	10.0	225.3	13.6	19.6	11.9
毛利率 (%)	13.4	12.4	13.7	13.8	13.9
归母净利率 (%)	1.2	3.4	3.7	3.8	3.9
每股收益 (人民币)	0.10	0.33	0.37	0.44	0.49
每股净资产(人民币)	2.64	2.97	3.95	4.38	4.86
市盈率	13.63	4.19	3.69	3.08	2.76
市净率	0.52	0.46	0.35	0.31	0.28
净资产收益率 (%)	3.8	11.0	9.4	10.1	10.2
股息收益率 (%)	-	7.2	7.5	9.0	10.8

数据来源：公司公告，安信国际预测

数据截至 2023 年 10 月 30 日收盘

目录

1.	公司简介：中国铅蓄电池第一出口商	4
2.	行业分析	9
2.1.	铅酸行业目前已较为稳定成熟	9
2.2.	通信备用电池领域稳健发展	11
2.3.	起动启停领域把握后续发展机遇	13
2.4.	动力电池客户积累深厚	14
2.5.	全球储能快速发展	15
3.	同行比较	16
3.1.	不同公司侧重不同领域	16
3.2.	财务比较	16
4.	估值	18

1. 公司简介：中国铅蓄电池第一出口商

公司于 1999 年由创始人董李先生在深圳成立，总部位于广东肇庆，是专业从事理士牌全系列铅酸蓄电池的研制、开发、制造和销售的国际化新型科技企业，是中国领先的铅酸蓄电池制造商及最大的铅酸蓄电池出口商。公司 2010 年在香港主板上市。

公司产品种类多样，为中国铅酸电池出口商 No.1。公司专注于为全球工商业应用提供专业的电源解决方案。公司可制造超过 3000 种不同电池型号，产品和服务应用下游较为广泛，主要集中在储能系统、后备电源、汽车启动起停电源和动力电源等。公司在备用电池领域和启动启停电池领域做到行业领先水平。

图表 1 公司产品

应用领域	说明	细分领域	产品系列	
网络能源	备用电池作为通信基站和数据中心的配套基础设施，用于防止断电、缺电事故发生，对通信系统造成网络瘫痪、中断风险，是保障通信系统实现可靠运行的关键；同时亦可以合理利用峰谷价差，降低设备用电成本。	通信	纯铅电池：PLX 系列、PLH 系列 AGM 蓄电池：LGH 系列、LG 系列、DJW-中密电池、DJ-大密系列、FT-前置端子系列 高温电池：2V LHT 系列 胶体电池：DGM 系列、DG 系列 管式电池：OPzS 系列、OPzV 系列 锂电池：48V 锂电池	 
		UPS	纯铅电池 胶体电池：DGM 系列、DG 系列 高功率电池：LHR 系列 小型 AGM 电池：DJW-小密系列 铅炭电池：LC 系列、LRC 系列 胶体电池：DGM 系列、DG 系列 管式电池：OPzS 系列、OPzV 系列 小型 AGM 电池：DJW-小密系列	 
		储能	船舶电池：CTF 系列	 
		消费		
船舶		船舶		
起动电池	应用于汽车启动、摩托车启动和船舶启动等，产品供给全球知名配套厂商及售后市场	汽车	起停电池：EFB 电池、AGM 电池 高性能免维护电池 加水式摩托车电池 免维护摩托车电池：LT 干荷免维护系列、EB 干荷免维护系列、MX 湿荷、HPG 胶体免维护、PP 湿荷 EB、ABS 湿荷 LT 轨道交通电池：TM 系列、DLM 系列、NM 系列、DTF 系列	 
		摩托车	船舶起停电池	
动力电池	主要应用于电动自行车、电动三轮车、低速电动汽车、高尔夫球车和观光车	电动汽车	电动汽车电池：EVF 系列	 
		电动三轮车	电动三轮车电池：EVF 系列	
		电动自行车	电动自行车电池：DZF 系列	
		高尔夫球车	富液高尔夫球车：EVF 系列和 DT 系列	
理士锂电	以储能集成及应用技术为核心，专注于家用储能、网络电源、电力储能及智慧能源等领域，具有专业的 BMS 研发团队	叉车	叉车电池：PzS 系列和 PzB 系列	 
		高空作业平台	高空作业平台电池：DT 系列和 AGM 免维护系列	
		矿用防爆电池	矿用防爆电池	
		网络能源	电信：48V 通信锂电池、48V GPG 通信锂电池、48V 智能锂电池、5G 一体化电源电池 数据中心：UPS 短时备电系列、BU UPS 长时备电系列、HDU HVDC 短时备电系列、DU 直流电源屏长时备电系列 家用储能：普通家用储能、分体式低压家用储能、堆叠式低压电池包、一体式低压家用储能 工商业解决方案：分布式储能、集中式储能 动力解决方案：叉车锂电池、堆高车锂电池、洗地机锂电池、AGV 动力锂电池、两轮电动车、高尔夫球车锂电池 摩托车启动：12V 摩托车启动锂电池	   

数据来源：公司资料、安信国际

海外办厂经验丰富，产能逐步提升，墨西哥工厂预计今年投产。目前公司拥有总产能 26.59Gwh。在中国拥有 7 个厂房，分布在安徽、肇庆和江苏。海外拥有 6 个厂房，分别在越南、马来西亚、印度和斯里兰卡拥有产能。公司海外办厂经验丰富，2012 年就在斯里兰卡办厂。不同地区的产能有利于就近服务客户，节约运输费用和在途时间，也有利于关税的节省。公司目前在墨西哥建厂，预计年底将投产。在墨西哥建厂能够有效节省关税，更好的服务北美客户。公司总体根据以销定产的方式进行生产，未来也有产能进一步提升的计划。

图表 2 公司主要产能分布

国家/地区	地点	厂房数量	产能 (Gwh/年)
中国	安徽	5	17.35
	肇庆	1	3.43
	江苏	1	2.16
海外	越南	2	2.48
	马来西亚	2	0.85
	印度	1	0.21
	斯里兰卡	1	0.11
合计		13	26.59

数据来源：公司资料、安信国际

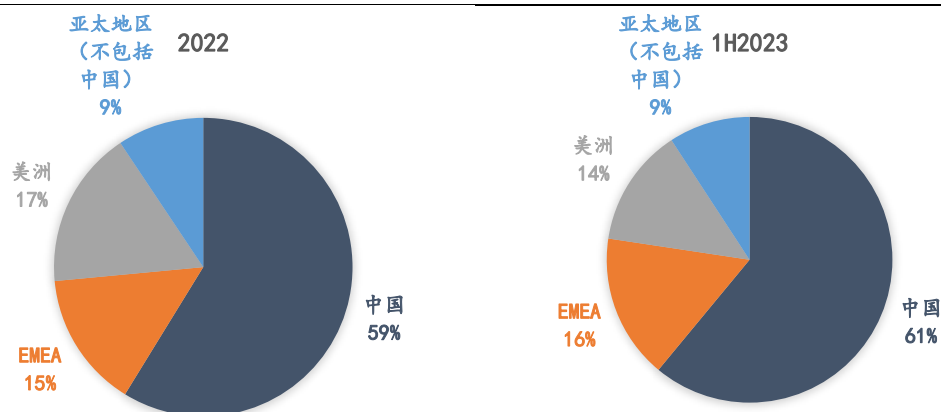
与行业龙头奠定长远合作关系，海外收入占比较高。公司在通讯、数据中心、起动电池和动力电池等领域皆与实力雄厚的客户进行合作。公司出海经验丰富，与国外大客户也皆建立良好的关系，合作时间久远，奠定了深厚的合作基础。全球通信巨头如中国移动、沃达丰、德国电信等皆为公司客户，全球排名前十二家通信公司公司的客户占了八家。而在起动启停电池领域，沃尔沃、上汽集团、蔚来、理想、小鹏等全球知名厂商皆为公司客户。根据 2022 年的年报，公司在中国的收入占大头，但是在海外地区收入占比不低，达到 41.2%，其中 EMEA 占 14.7%，美洲占 17.1%，其他亚太国家占 9.4%。

图表 3 公司主要合作客户

领域	主要客户	客户总部	开展合作年份
网络电源	中国移动	中国	2001
	沃达丰	英国	2008
	德国电信	德国	2010
	伊顿	美国	2014
	Vertiv	美国	2011
	施耐德	法国	2015
	中兴	中国	2008
	Eltek	挪威	2009
	爱立信	瑞典	2011
	万国数据	中国	新开拓客户
	京东 数据中心	中国	新开拓客户
起动电池	曙光数创	中国	新开拓客户
	捷豹路虎	英国	2009
	沃尔沃	瑞典	2014
	上汽集团	中国	2016
动力电池	美泰	美国	2003
	盛柏林集团	美国	2004
	欧力胜	法国	2014

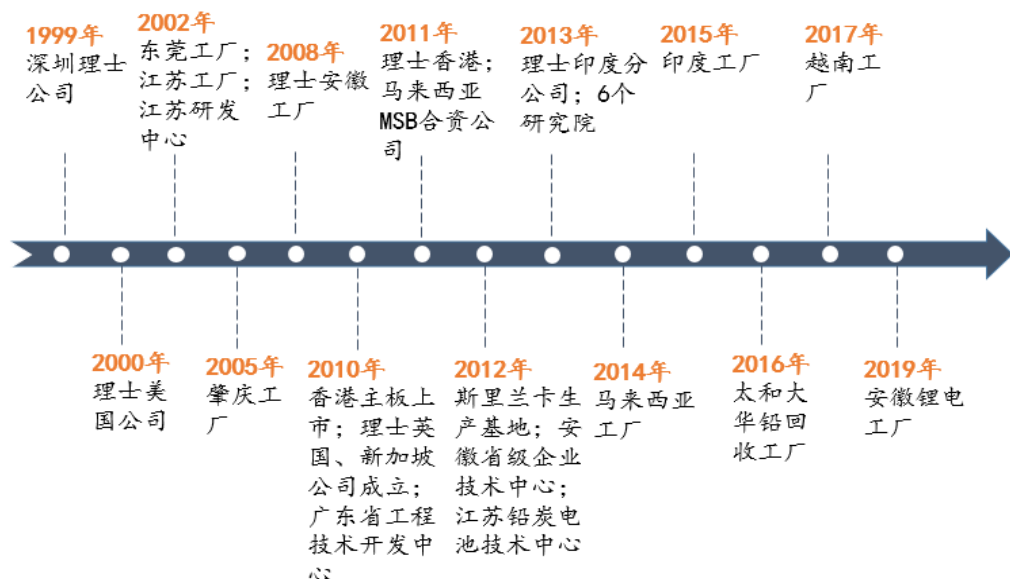
数据来源：公司公告，安信国际整理

图表 4 公司历年收入占比（按地区）



来源：公司公告、安信国际整理

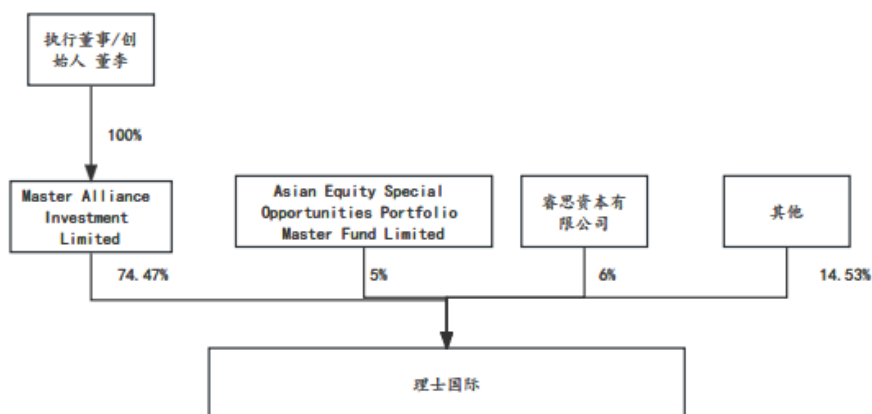
图表 5 公司历史大事



来源：公司公告、安信国际整理

创始人董李博士，购股权计划进行员工激励。公司执行董事兼创办人董李持有 74.47% 的股权。公司在 2010 年通过购股权计划，在 2018 年股东周年大会上修订。截至 2022 年 12 月 31 日，公司根据【二零一零年购股权计划】下之尚未行使购股权可予发行之股份数目为 26,530,000 股（相当于公司于当日的已发行股本约 1.95%）。而在 2020 年，公司批准及采纳了另一项购股权计划。截至 2022 年 12 月 31 日，根据【新购股权计划项】下尚未行使购股权可予发行之股份数目为 54,950,000 股（相当于公司于当日的已发行股本约 4.05%）。

图表 6 公司股权架构



来源：公司公告、安信国际整理

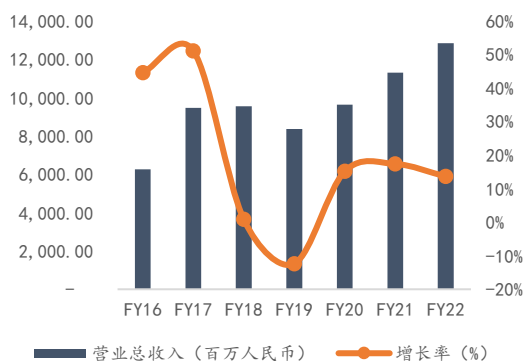
图表 7 购股权计划

购股权数目	每股行使价 HK\$	行使期
5,530,000	1.020	2017.12.1–2026.11.21
1,450,000	1.760	2018.6.1–2027.5.24
3,550,000	1.442	2018.12.16–2027.12.3
13,900,000	1.280	2020.8–2029.12.3
2,100,000	0.600	2021.4.16–2023.4.2
5,000,000	0.560	2022.1.16–2031.9.1
13,050,000	0.910	2022.9.16–2031.9.1
36,000,000	0.572	2023.10.1–2032.9.30
900,000	0.520	2023.11.1–2032.10.23

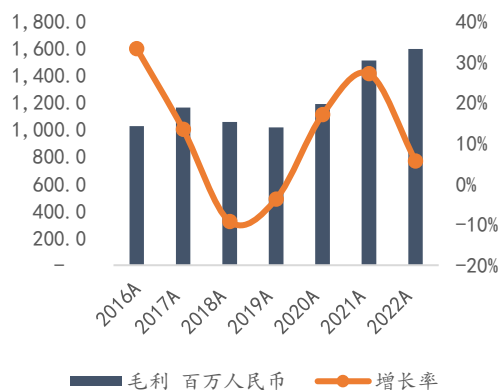
来源：公司公告、安信国际整理

收入稳步增长，降本增效提速，2022 年净利大幅提升。公司近几年收入保持稳定增长，在 2022 年收入达到 128.45 亿人民币，同比增长 14%。归母净利润达到 4.64 亿，同比增长 225%。2022 年公司在海外业务增长迅速，特别是美洲和亚太其他地区，除此之外，公司的降本增效取得成效，大大减低公司的分销与销售开支。公司构建采购平台，加入专家团、头部供应商的认证。投入软件升级和供应链管理升级，降本增效持续见效。

图表 8 2016-2022 年公司收入

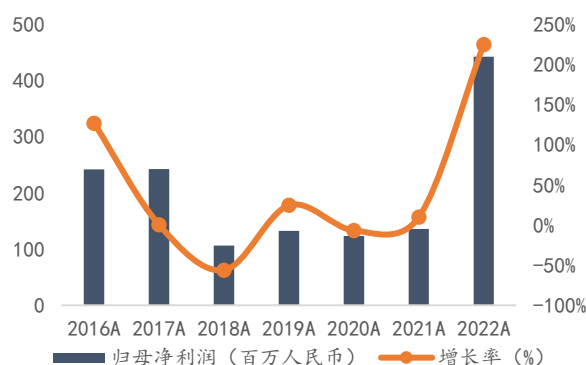


图表 9 2016-2022 年公司毛利

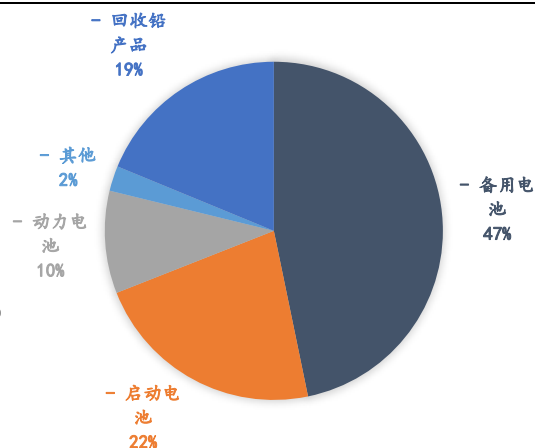


来源：公司公告、安信国际整理

图表 10 2016-2022 年公司归母净利润



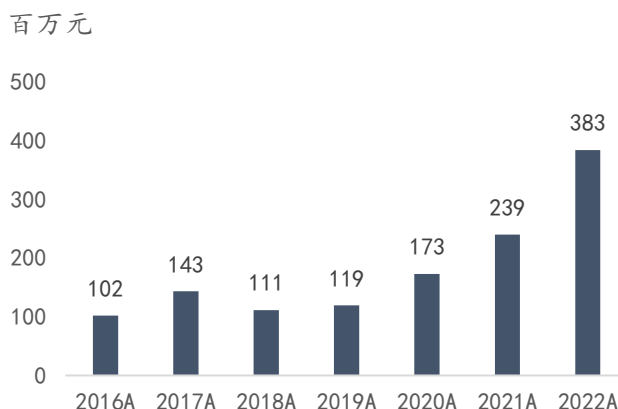
图表 11 2022 年公司收入组成



来源：公司公告、安信国际整理

重视研发创新，不断提升产品力。公司中央研究院下设基础材料研究院、产品开发研究院和智能制造研究院等六个研究院，有 1000 多项国家专利技术，与国内外知名高校和院士团队持续交流合作，建立一个院士工作站、两个博士后工作站、三个 CNAS 实验室、多个产学研基地，以提供可靠的产品、服务给客户。公司的研发投入不断提升，不断的提升产品性能适应客户需求。

图表 12 研发费用逐年上升



来源：公司公告、安信国际整理

公司成长推动力之一：锂电、储能打开上行空间。2022 年公司备用电池板块收入达到 60 亿，同比增长 26%。受益于储能市场的快速发展和把握铅转锂的需求，当中主要锂电板块收入快速增长，而在后续几年都将保持高速增长。目前公司在安徽设有锂电工厂，未来预计锂电业务将会高速增长。

公司成长推动力之二：渠道革新提升收入和利润率。渠道革新也将加强公司的售后市场。售后市场具有利润率高，现金流优良的特点，目前公司的主机厂配套售后市场的比例为 3:1，而行业中的水平为 1:3。公司将会不断提升不同领域的售后市场销量，争取在 2025 年达到行业水平。预计此举将会为公司带来收入和利润的改善。

2. 行业分析

2.1. 铅酸行业目前已较为稳定成熟

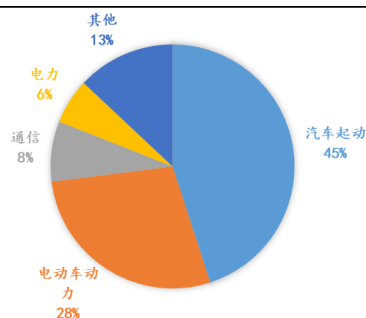
铅酸电池发明于 1859 年，是使用历史最悠久的二次电池，其构成部分分为正极板、负极板、隔膜、电解液。正极板由铅基合金板栅和二氧化铅组成，负极板由铅基合金板栅和海绵铅组成，隔板根据不同类型的铅蓄电池使用 AGM 隔板、微孔塑料隔板或其他材料，电池壳体使用工程塑料、玻璃钢等材料制成。跟锂电池相比，铅酸电池的安全性能较好，经济性高，回收再生利用率高，但能量密度和循环寿命较短。从应用场景看，我国铅酸电池应用以启停铅酸电池和动力铅酸电池为主，2020 年合计占比超过 70%，通信基站占比为 8% 左右。根据《中国铅酸蓄电池行业发展白皮书（2022 年）》，2021 年，全球铅酸蓄电池市场规模达到 474.3 亿美元，同比增长 8.83%，增速达到近几年最高水平。中国铅酸蓄电池企业 2021 年的全球市场份额为 42%。中国的铅酸蓄电池近几年来产量稳定，市场规模稳定增长。在中国，营收超过百亿的铅蓄电池企业有天能动力、骆驼股份、超威动力、理士国际和南都电源。根据 EVTank 统计，公司在 2021 年铅酸蓄电池企业市场份额中排名第四。

图表 13 铅酸电池和锂电池区别

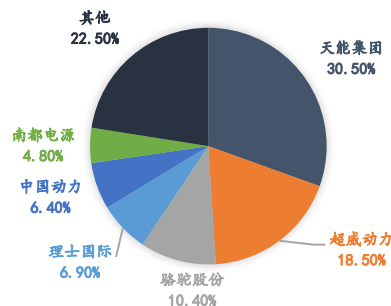
电池特点	铅蓄电池	锂离子电池
价格	较低	较高
安全性	好	一般
温度适应性	宽	一般
能量密度	较低	高
循环寿命	较短	较长
重量	较重	较轻
回收再生利用率	高	低

来源：天能股份招股书

图表 14 中国铅蓄电池下游结构

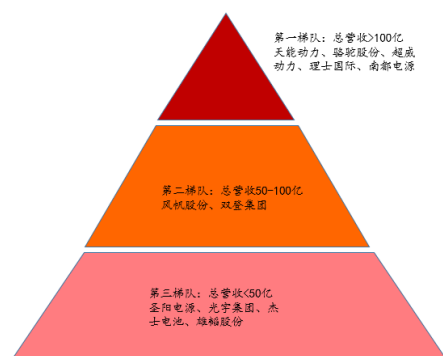


图表 15 2021 年中国铅酸蓄电池行业市场份额



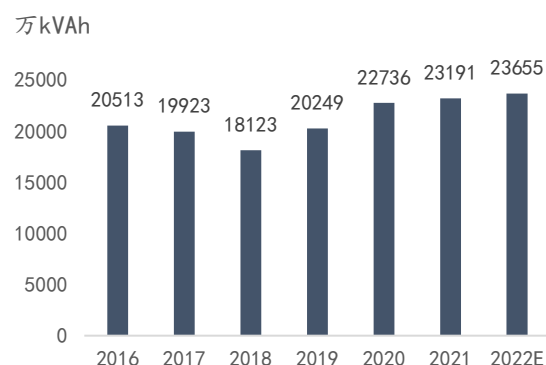
来源：智研咨询，EVTank，安信国际整理

图表 16 中国铅蓄电池企业格局



来源：前瞻产业研究院，安信国际整理

图表 17 中国铅蓄电池 2016-2022 年产量



图表 18 中国铅蓄电池市场规模



来源：智研咨询，安信国际整理

铅蓄电池行业集中度不断提高。铅蓄电池行业中以民营企业为主。2012 年国家颁布《铅蓄电池行业准入条件》后，通过对环保落后设施、落后产能不复合要求等方面整治，行业队伍中的优胜劣汰基本完成。2015 年财政部公告将电池列入消费税征收范围，适用税率为 4%。铅酸蓄电池行业从之前的 2000 余家企业到目前不足 300 家企业，2021 年行业 CR2 超 50%。

铅酸蓄电池受工信部强监管，有严格的准入条件。2014 年底，工信部对《铅蓄电池行业准入条件》及《铅蓄电池行业准入公告管理暂行办法》进行了修订，形成了《铅蓄电池行业规范条件（2015 年本）》和《铅蓄电池行业规范公告管理暂行办法（2015 本）》并沿用至今。2015 年至今，工信部共公示了八批符合铅蓄电池行业规范条件企业名单，以及四批撤销名单，现共有 132 家企业符合条件规范。而公示的企业数量逐渐减少，第八批公示名单只有一家公司。二轮车铅动力龙头天能股份和超威股份的相关公司最多。理士国际有三家企业在公示名单之中。而公司在 7 月 25 日公告与卖方 GS Yuasa International Limited 签订合约，收购天津杰士和顺德汤浅 70% 的股权，如若算上这两家公司，理士国际有五家企业在公示名单之中。

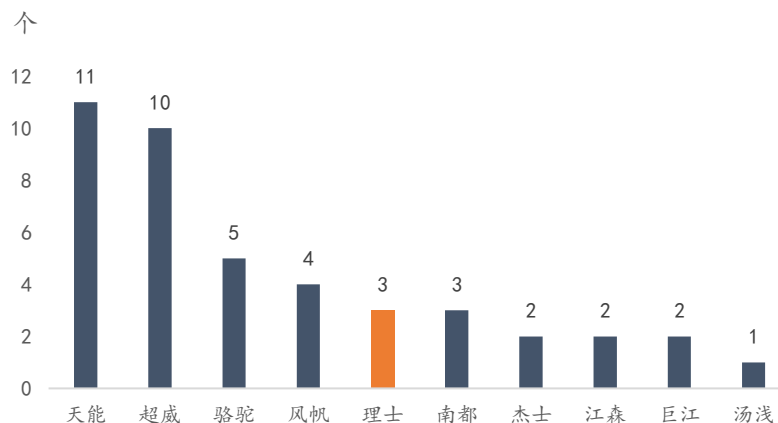
图表 19 理士国际相关公司获得公示名单

公告批次	企业名称	省份	地址
二	江苏理士电池有限公司	江苏省	金湖县经济开发区神华大道北侧
六	安徽理士电源技术有限公司	安徽省	安徽省淮北市濉溪经济开发区
六	肇庆理士电源技术有限公司	广东省	肇庆高新技术产业开发区工业园
二	天津杰士电池有限公司*	天津市	天津经济技术开发区黄海路 189 号
三	汤浅蓄电池（顺德）有限公司*	广东省	佛山市顺德区勒流镇富安工业区

资料来源：电池百人会、安信国际整理

*为公司拟收购 70% 股权

图表 20 工信部批示铅蓄电池企业数量



来源：工信部，安信国际整理

近年来铅的价格较为稳定。铅作为铅酸电池的重要原料，占成本的很大比例。我国铅资源储量世界排名第二，是第一大精炼铅生产国和消费国，在消费端具有一定定价权。期货市场定价是当前全球铅资源的主要定价机制，伦敦金属交易所（LME）是铅国际价格定价中心，上海期货交易所（SHFE）是亚洲区域性定价中心，沪铅期货价格影响力日趋增强。1994-2002 铅价上升后下跌，2002-2007 铅价迅速攀升期，2002 年起，全球精铅需求量持续增长，市场供求关系导致铅价迅速上涨，特别是 2007 年 7 月中国开始征收精铅 10% 出口关税，铅价再一次飙升。2009 年至今，总体铅价处在震荡区间，2017 年由于环保原因大部分不达标冶炼企业关闭，铅的出口量出现了紧缺，导致铅价再一次上涨。供需关系决定铅资源价格，受铅酸蓄电池消费量季节性变化影响，铅价也会呈现一定的季节性变化。另一方面，再生铅产能供应弹性比较大，也会平滑铅价。总体而言，近几年来，铅价在区间波动较为稳定。

图表 21 1992-2023 年 LME 铅现货结算价



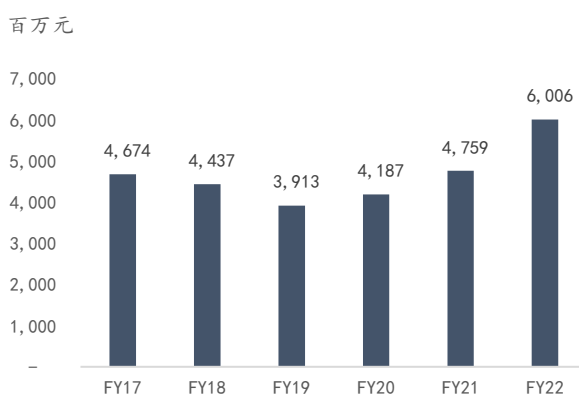
数据来源：同花顺 iFinD

2.2. 通信备用电池领域稳健发展

通信基站、数据中心储能电池为通信基站和数据中心的配套基础设施，用于防止断电、缺电事故发生，对通信系统、数据中心造成的网络瘫痪、中断风险，是保障通信系统实现可靠运行的关键；同时亦可以合理利用峰谷价差，降低设备用电成本。

公司为通信备用电池铅酸储能龙头。2022 年公司在备用电池这块的收入达到 60.06 亿元，为细分领域龙头。公司拥有优质客户资源，与头部企业深度合作数十年，拥有良好的客户积累。公司在 2001 年就和中国移动开展合作，在 2008 年就和 Vodafone 进行合作。根据 GYbrand 编制的 2023 年全球电信品牌排行榜，全球排名前 12 的通信运营商中，有 8 家使用理士国际的电池，包括 Verizon、中国移动、德国电信、NTT Group、Orange 电信、Vodafone、中国电信和 SoftBank。公司更是连续中标通信运营商的采购合同，按 2022 年的出货量来看，公司为通信基站储能铅酸电池龙头，彰显公司实力。

图表 22 备用电池板块历年收入



数据来源：公司资料，安信国际整理

图表 23 理士国际网络通信领域主要中标项目

公示时间	项目	中标人	中标份额	总金额	中标综合排名
2023.9	中国移动 2023-2025 年铅酸蓄电池产品第一批集采结果标包 1	江苏理士电池	17.54%	7.4 亿	2
2023.8	中国移动 2023-2025 年铅酸蓄电池产品第一批集采结果标包 2	江苏理士电池	15.79%	4.1 亿	3
2023.4	中国电信普通型阀控式密封铅酸蓄电池（2023 年）集中采购项目	江苏理士电池	30%	4.7 亿	1
2022.6	中国移动 2022 年至 2023 年 I 类铅酸蓄电池集中采购	江苏理士电池	27.78%	8.9 亿	1

资料来源：公开资料、安信国际整理

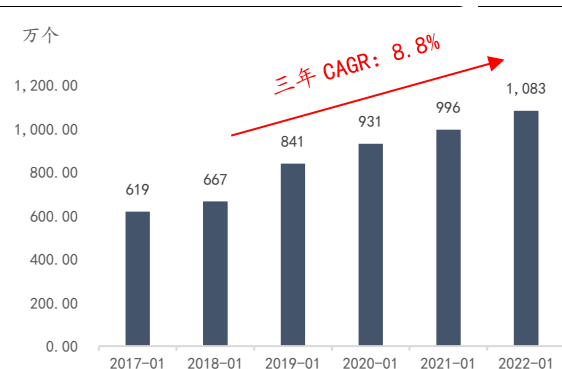
图表 24 中国通信基站储能电池主要企业出货量排序（按 2022 年出货量）

排序	锂离子电池企业	铅酸电池企业
1	昆宇电源	理士国际
2	南都电源	双登集团
3	海四达	圣阳股份
4	双登集团	南都电源
5	国轩高科	雄韬股份

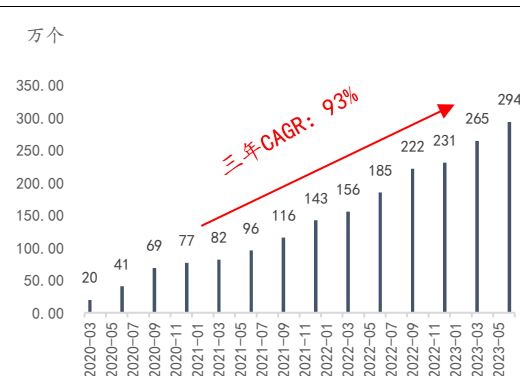
资料来源：EVTank, 公司资料，安信国际整理

5G、数据中心提振通信储能电池需求，原有优势基础上把握铅转锂机遇。根据工信部，我们 5G 基站累计建设值已达 293.7 万个，三年复合增长率为 93%。EVTank 预计，在 2023 年之前，中国通信基站储能电池的累计市场需求量将达到 142.7GWh，其累计市场规模将达到 840 亿元。我国数据中心机架规模持续稳步增长。根据中国政府网，截止到 2022 年底，我国在用数据中心机架规模超过 650 万架，三年复合增长率达 27%。根据中商情报网，2023 年全球数据中心市场规模将达到 820.5 亿美元，三年复合增长率为 9.9%。目前通信基站储能电池有铅转锂趋势，公司在把握原有传统铅酸电池优势的同时，也拥有网络通信电池锂电产能和能力，与其他新进入者比拥有更好的客户资源和渠道，在未来公司也将不断把握铅转锂的需求。而在数据中心的备用电池中，铅酸电池依旧是主流。

图表 25 中国移动电话基站总数

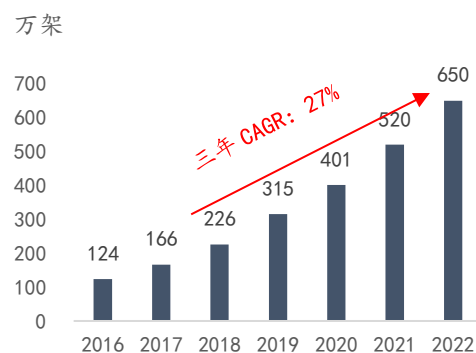


图表 26 中国 5G 基站（建设）累计值

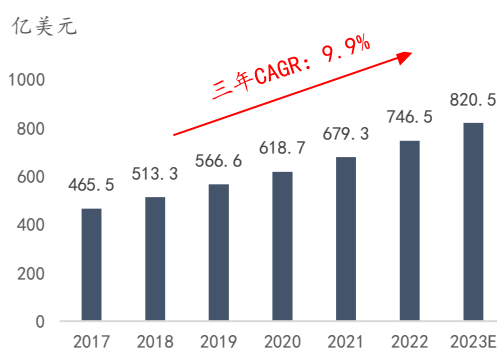


数据来源：中华人民共和国工业和信息化部，wind, 安信国际整理

图表 27 中国数据中心总机架数量：在建



图表 28 全球数据中心市场规模



数据来源：中国信息通信研究院，工信部信息通信发展司，中商情报网，wind,安信国际整理

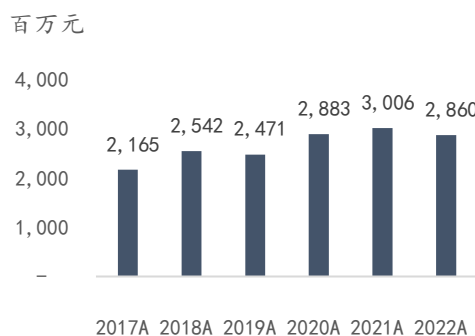
2.3. 起动启停领域把握后续发展机遇

起动电池的主要功能是在起动发动机时向起动机提供强大的起动电流，同时给点火系统、电子燃油喷射系统、仪表系统等用电设备供电。启停电池可以自动控制熄火和启动，减少不必要的燃油消耗，节能减排。起动电池对电池的要求是瞬间大电流的供电能力和低温启动性能以便汽车瞬间启动。启停电池主要采用 AGM（玻璃纤维吸附式蓄电池）或 EFB 蓄电池（增强型注水式铅酸电池），原因是启停模式下汽车因节能需求而频繁熄灭发动机再点火，需要更为频繁的充放电，则需要配置高性能、长寿命和单价更高的电池。从性能上，EFB 循环寿命是普通铅酸蓄电池的 3 倍，价格为 2 倍以上；AGM 寿命大概 3 倍，价格也约为普通铅酸的 3 倍。大众、更追求性价比的日系和国产车大部分使用 EFB 电池，欧美高档汽车安装相对较多 AGM 电池。

起动启停市场铅酸电池不易被锂电取代。目前汽车起动启停电池市场铅酸电池占据主导地位。跟锂电池比，铅酸电池具有低温放电性能好，也能适应高温环境，且自身结构安全，不易燃爆等天生优点。另外，目前铅酸电池在成本方面也更具优势。如果采用锂电池作为低压电池，带内燃机车型的整车装配工艺和工序的调整，会导致数千元的成本增加（新能源纯电动车型在此方面收到的影响较小）。而锂电的优势是循环使用周期更长，质量更小，更环保，有望在新能车尤其是高端车型上稍显普及。

收购全球知名制造商，加大汽车电池布局。目前汽车起动启停领域发展已到达比较成熟阶段。公司积极进行全球化布局，合作的客户有法拉利、沃尔沃、上汽、蔚来、理想、小鹏等。今年 6 月，公司公告将以 2.8 亿人民币代价收购天津杰士和顺德汤浅 70% 的股权，天津杰士成立于 1992 年，隶属于全球知名的日本 GS YUASA 集团，现已成为诸多全球知名汽车厂商的优秀配套商，中国售后市场服务点逾 20000 家。顺德汤浅产品已经配套本田、铃木、东南、三菱、丰田、马自达等各大品牌汽车厂和摩托厂，还出口到日本、英国等国家，有利于公司扩大国际市场和国际影响力。此外，公司也于今年 4 月份跟全球知名电池品牌 banner 集团签署合作协议，而 Banner 集团在高端汽车电池配套市场享有良好的声誉，产品专供宝马、保时捷等，有利于强强联合。

图表 29 公司起动启停电池板块历年收入



图表 30 公司起动启停电池合作客户



数据来源：公司资料，安信国际整理

大力发展替换市场，促进利润率和现金流提升。启动启停电池后装市场的规模较大，几乎是前装市场的3倍。2023年的前装配套市场市场规模预计98.5亿元，后装市场大约为293亿元。公司目前在启动电池原装供应商排名靠前。在后装市场，公司目前的市场份额不高，未来将会有很大的发展潜力。根据测算市场空间，如果在后装市场，公司的市场份额提升1%，收入将会增加30亿。另外，后装市场的提升也有利于利润率和现金流的提升。前装市场对于质量的要求高，这也表明了公司的产品广泛受到认可，这对于公司后装市场的提升提供了良好的基础。目前公司已覆盖95家汽车零部件供货商以及370家汽车经销商，未来五年目标新订单和替换订单的比例为1:3（目前在3:1）。

图表 31 中国汽车启动启停电池前装配套市场空间

	2019	2020	2021	2022	2023E
中国乘用车销量 万辆	2144	2018	2148	2356	2350
单价 元	300	300	300	300	300
市场空间 亿元	64.3	60.5	64.4	70.7	70.5
中国商用车销量 万辆	432	513	479	330	400
单价 元	700	700	700	700	700
市场空间 亿元	30.3	35.9	33.6	23.1	28.0
合计市场空间 亿元	94.6	96.5	98.0	93.8	98.5

来源：中国汽车工业年鉴，安信国际

图表 32 中国汽车启动启停电池后装替换市场空间测算

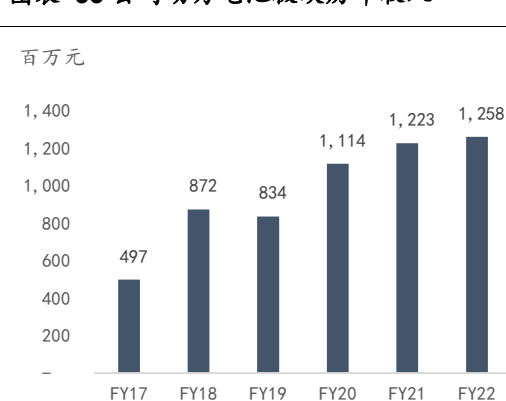
	2019	2020	2021	2022	2023E
中国汽车保有量 亿辆	2.6	2.81	3.02	3.19	3.25
单价 元	300	300	300	300	300
替换系数	30%	30%	30%	30%	30%
市场空间 亿元	234	253	272	287	293

来源：中国汽车工业年鉴，安信国际

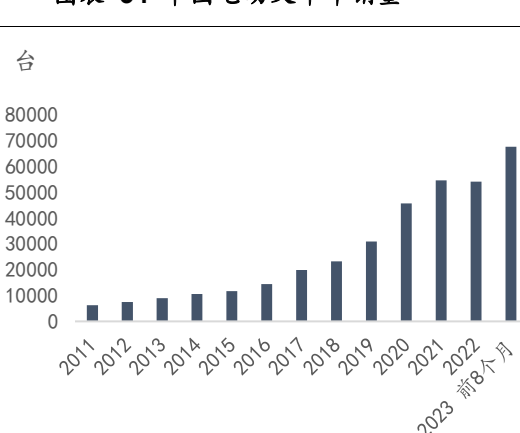
2.4. 动力电池客户积累深厚

公司动力电池领域主要针对二轮车及三轮车，主要服务对象类型为物料搬运、清扫机、铁路、军用和采矿车辆以及其他商用电动车领域。在动力电池领域，公司的合作伙伴有世界第二大玩具制造商美泰、盛柏林集团、欧力胜、杭叉集团等。公司动力电池收入近年来较为稳定，三年CAGR为14.7%。在公司动力电池的下游中也面临着电动化趋势，像中国的电动叉车每年销售有所增长，特别是今年增速较快。

图表 33 公司动力电池板块历年收入



图表 34 中国电动叉车年销量



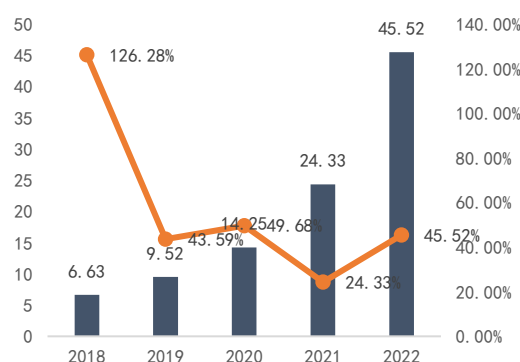
来源：公司资料、安信国际整理

2.5. 全球储能快速发展

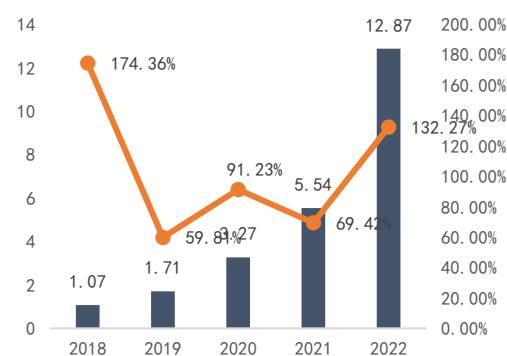
新增装机屡创新高，新型储能高速发展。储能应用场景可分为电源侧储能、电网侧储能和用户侧储能三大场景。电源侧储能是指在火电厂、风电场、光伏电站等发电上网关口内建设的电储能设施，主要用于系统调频、可再生能源并网、电力调峰和辅助动态运行等；电网储能是指服务电力系统运行，以协助电力调度机构向电网提供电力辅助服务、延缓或替代输变电设施升级改造等为主要目的建设的储能电站；用户侧储能包括小型工商业储能和户用储能，小型工商业储能能够通过削峰填谷、降低容量电价等模式减少高耗电量对用户的电费支出，户用储能能够降低家庭用电成本，同时提高居民用电稳定性。全球新增储能装机电化学储能呈现快速增长态势，2018至2022年期间全球电化学储能装机规模年复合增长率达61.87%。根据CNESA统计，全国已有26个省市规划了“十四五”时期新型储能的装机目标，总规模接近67GW。而国内2022年单年新增规划、在建的新型储能项目已超过100GW，并且大部分项目将在近1至2年内完工并网。CNESA预计，预计2027年新型储能累计规模将达到97-138GW，2023-2037对应GAGR为49%-60%。

积极布局储能项目，储能成为公司新的增长极。公司具备电芯、EMS、BMS、逆变器等能力，着重于储能系统的方案解决，围绕用户需求，实现储能产品集成+能源管理系统聚焦最大收益。公司同时也致力打造自己的软件团队。公司具有储能领域一整套能力包，经验丰富，在全球储能与新能源影响力峰会（简称GEIS）上荣获“年度中国储能产业最佳智慧储能解决方案供应商奖”。在国内的工商业储能方面，公司紧抓储能浪潮，与电网进行合作。如公司生产的铅炭电池60%有2700次循环，高于同业水平。在欧洲，公司也推出产品，其中四款产品已经通过CE认证，取得不俗成果。

图表 35 全球新型储能市场累计装机规模 GW



图表 36 中国新型储能市场累计装机规模 GW



资料来源：CNESA、海博思创招股书、安信国际整理

3. 同行比较

3.1. 不同公司侧重不同领域

理士国际综合实力凸显。我们统计了铅酸领域的几家公司，在不同的业务有不同的表现。总体在备用电池这块，理士国际的收入较高，而在铅蓄动力电池这块，天能动力和超威动力两家独大；在汽车起动启停这块，GS 汤浅的收入是最高的，在中国，骆驼股份的收入最高。总体而言，各家公司侧重不同领域，但是理士国际在不同的领域皆有不错的表现。

图表 37 同行不同领域收入比较

2022 年收入 百万人民币	备用电池（包括储能电池）	铅蓄动力电池	汽车起动启停
理士国际	6006	1258	2860
圣阳股份	2047		
雄韬股份	3569		
天能动力	652	35109	481
超威动力		27933	
骆驼股份			10090
中国动力			9446
GS 汤浅			16413

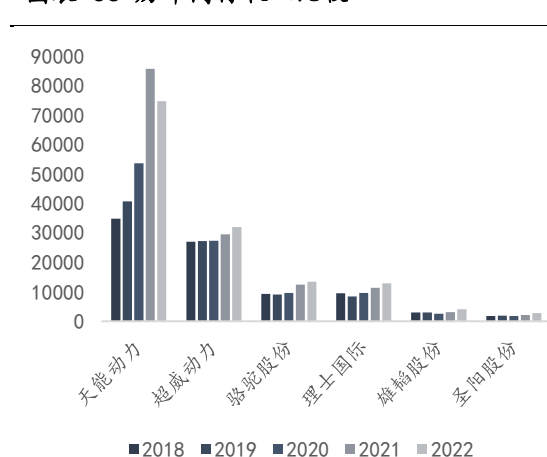
数据来源：各公司资料，安信国际整理

注：因各家公司对于业务分类不同，收入统计可能存在偏差，仅供参考

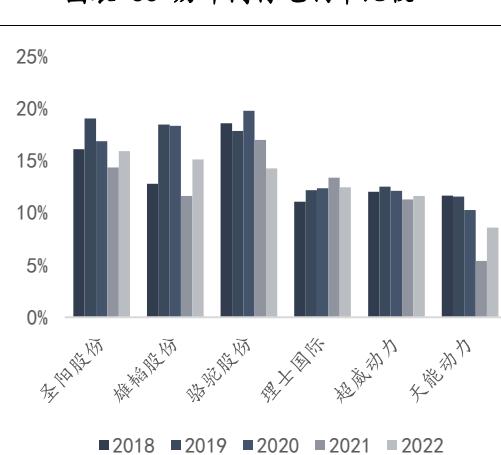
3.2. 财务比较

我们选取了几家行业内具有代表性的公司进行财务比较。从收入体量来说，理士国际位于中间，跟行业龙头体量相差比较大但是总体在第一梯队（100 亿以上）。行业内公司的毛利率基本上在 10%-20%，公司近几年毛利率稳定上升，而公司净利率近年来表现较为稳定，不似同行波动较大；从 ROE 和 ROA 来看，也是处在行业中不错水平，特别是 2022 年有比较大的提升。

图表 38 历年同行收入比较

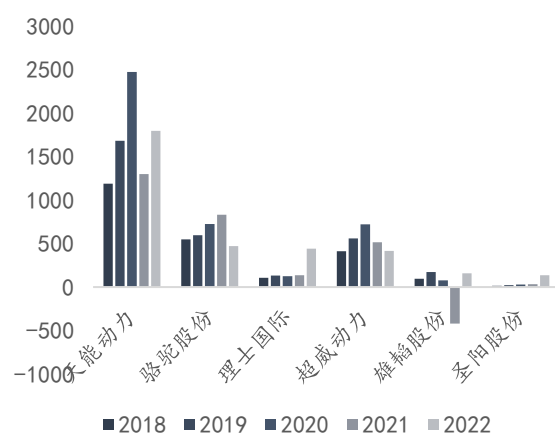


图表 39 历年同行毛利率比较

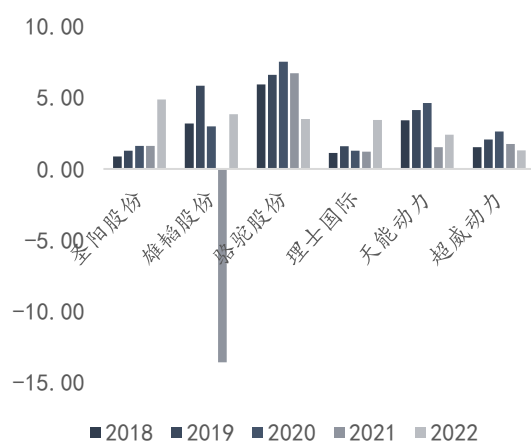


数据来源：Bloomberg，安信国际整理

图表 40 历年同行净利润比较

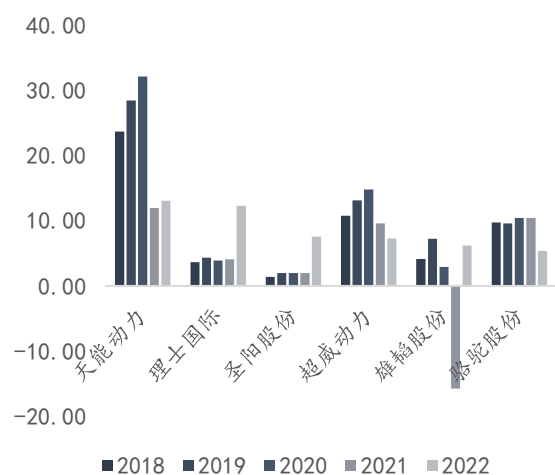


图表 41 历年同行净利率比较

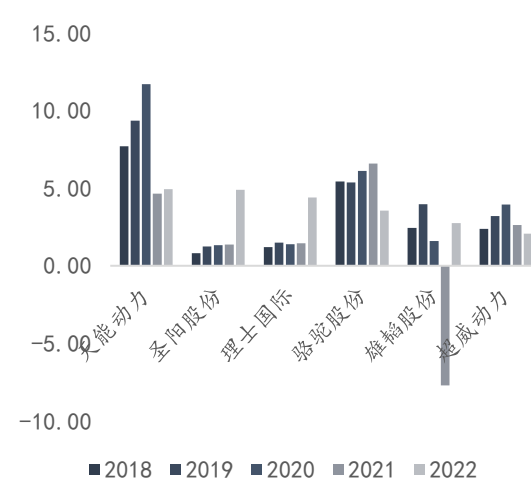


数据来源: Bloomberg, 安信国际整理

图表 42 历年同行 ROE 比较



图表 43 历年同行 ROA 比较



数据来源: Bloomberg, 安信国际整理

4. 估值

经营假设：

我们通过对不同分部的收入增速和毛利率进行假设，考虑到 2024 年将体现公司并购的两家公司天津杰士和顺德汤浅的影响，预计 2024 年起启动启停电池板块将会有比较大的增速。

图表 44 各分部收入增速假设

收入假设	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
备用电池	4,759	6,006	6,306	6,748	7,355
YOY		26%	5%	7%	9%
起动电池	3,006	2,860	3,117	4,676	5,050
YOY		-5%	9%	50%	8%
动力电池	1,223	1,258	1,460	1,679	1,930
YOY		3%	16%	15%	15%
其他	261	308	370	407	448
YOY		18%	20%	10%	10%
回收铅产品	2,054	2,413	2,172	2,280	2,394
YOY		17%	-10%	5%	5%
总计	11,303	12,846	13,425	15,790	17,178
		14%	5%	18%	9%

数据来源：公司公告，安信国际

估值假设：

采用可比公司法对公司进行估值，我们选取了港股电池公司和 A 股上市的铅酸电池企业进行比较。港股市场跟 A 股相比给铅酸电池企业的估值比较低，存在较多的折价，2022 年市盈率在 3.2-4.4x 之间，中创新航的市盈率较高，为 39.7x。而 A 股 2022 年平均市盈率为 25.8x，2023 年和 2024 年预测市盈率分别为 13.5x/11.2x。结合行业的平均倍数和公司的利润增速预测，给予公司 2024 年 4x 市盈率，根据预测 2024 年 EPS0.44 RMB/股，公司目标股价为 1.90 港元。

图表 45 同类估值表（时间截至 2023 年 10 月 30 日收盘）

同业估值比较 - 港股及A股上市电池企业																					
股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)		淨負債 比率%	ROE %	ROA %	
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f				Y2f
A股																					
南都电源	300068.SZ	11,597	13.7	12/2022	36.1	14.4	14.4	6.7	n/a	150.0	0.0	114.7	n/a	n/a	n/a	2.30	1.99	1.64	116.4	3.3	1.07
圣阳股份	002580.SZ	4,117	9.7	12/2022	32.3	n/a	n/a	n/a	328.6	n/a	n/a	n/a	0.21	n/a	n/a	2.37	n/a	n/a	5.3	10.5	6.93
雄韬股份	002733.SZ	5,517	14.3	12/2022	34.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.70	n/a	n/a	2.08	n/a	n/a	26.5	7.1	4.06
派能科技	688063.SH	19,920	116	12/2022	14.1	12.9	9.3	6.3	302.9	9.2	38.9	48.8	1.92	1.93	2.68	4.17	3.63	2.68	9.6	26.3	13.26
骆驼股份	688064.SH	9,667	8.27	12/2022	20.7	13.6	10.5	8.5	-45.2	51.8	29.7	23.9	2.43	3.51	4.59	1.08	1.04	0.99	n/a	6.5	4.18
天能股份	688065.SH	31,175	32.6	12/2022	16.6	12.9	10.7	8.6	38.0	29.4	20.2	24.8	1.87	n/a	n/a	2.32	1.99	1.70	n/a	16.9	5.86
行业平均					25.8	13.5	11.2	7.5	156.1	60.1	22.2	53.0	1.4	2.7	3.6	2.4	2.2	1.8	39.5	11.8	5.9
港股																					
天能动力	819.HK	7,950	7.17	12/2022	4.2	3.2	2.5	n/a	39.1	30.6	30.6	n/a	5.67	5.67	5.67	0.52	0.46	0.40	n/a	13.8	4.50
超威动力	951.HK	1,435	1.31	12/2022	3.2	n/a	n/a	n/a	-19.1	n/a	n/a	n/a	5.08	n/a	n/a	0.23	n/a	n/a	56.9	6.3	1.69
理士国际	842.HK	1,787	1.36	12/2022	3.9	n/a	n/a	n/a	230.0	n/a	n/a	n/a	6.11	n/a	n/a	0.45	n/a	n/a	99.4	15.2	5.35
彩客新能源	843.HK	1,094	1.12	12/2022	4.4	n/a	n/a	n/a	9.1	n/a	n/a	n/a	9.05	n/a	n/a	0.52	n/a	n/a	n/a	10.2	6.57
中创新航	843.HK	32,717	18.7	12/2022	39.7	n/a	n/a	n/a	290.8	n/a	n/a	n/a	n/a	0.10	0.17	0.14	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
行业平均					11.1	3.2	2.5	n/a	110.0	30.6	30.6	n/a	6.5	2.9	2.9	0.4	0.5	0.4	78.2	11.4	4.5

注：*净负债比率 为负数代表净现金

数据来源：彭博

附表：财务报表预测

单位：人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					
营业额	11,303	12,846	13,425	15,790	17,178
营业成本	(9,793)	(11,251)	(11,583)	(13,605)	(14,792)
毛利	1,510	1,595	1,842	2,185	2,386
其他开支	(103)	(14)	(20)	(20)	(20)
其他收益及亏损	84	242	250	260	270
分销及销售开支	(586)	(389)	(439)	(513)	(547)
行政开支	(306)	(334)	(383)	(446)	(488)
研发成本	(239)	(383)	(403)	(474)	(515)
资产减值亏损	(24)	(28)	(27)	(32)	(34)
融资成本	(144)	(156)	(178)	(192)	(192)
应占一间合营公司及联营公司的溢利及亏损 -	-	-	-	-	-
除税前溢利	192	533	642	768	859
所得税开支	(25)	(68)	(84)	(100)	(112)
年度溢利	167	464	559	668	748
-非控股权益	31	22	56	67	75
-本公司拥有人	136	443	503	601	673
Total SHS (MM)	1,358	1,358	1,361	1,361	1,361
EPS	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5
EBIT	336	689	821	960	1,052
EBITDA	884	1,250	1,360	1,556	1,667
同比 (%)					
营业收入	17%	14%	5%	18%	9%
毛利	27%	6%	15%	19%	9%
税前利润	19%	177%	21%	20%	12%
归母净利	10%	225%	14%	20%	12%
现金流量表					
税前利润	192	533	642	768	859
折旧和摊销	548	562	539	596	615
营运资本变动	(364)	(83)	(266)	(448)	86
财务成本	144	156	178	192	192
已付所得税	(28)	(37)	(84)	(100)	(112)
其他	227	(341)	-	-	-
经营性现金净流量	719	788	1,011	1,008	1,641
资本开支	(514)	(602)	(950)	(750)	(650)
其他	(176)	(209)	-	(270)	(300)
投资性现金净流量	(689)	(811)	(950)	(1,020)	(950)
新发股份	0	-	-	-	-
支付股息	-	(136)	(139)	(168)	(200)
新增债务	83	338	264	232	-
利息支出	(144)	(156)	(178)	(192)	(192)
其他	20	35	-	-	-
融资性现金净流量	(41)	81	(54)	(128)	(393)
净现金流	(12)	58	7	(140)	298
汇兑损益	(26)	29	-	-	-
期初现金余额	387	349	436	443	304
期末现金余额	349	436	443	304	602

(转下页...)

财务报表预测 (续)

单位: 人民币百万元

资产负债表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	349	436	443	304	602
应收账款	2,726	2,736	2,932	3,208	3,472
存货	2,019	2,136	2,239	2,900	2,688
其他流动资产	1,000	1,481	1,481	1,481	1,481
流动资产合计	6,094	6,789	7,096	7,893	8,242
固定资产	2,292	2,290	2,569	2,609	2,544
无形资产	926	1,025	1,156	1,270	1,370
按公允价值计入损益的权益资产	183	255	255	255	255
其他长期资产	101	136	136	136	136
非流动资产合计	3,502	3,705	4,116	4,270	4,305
总资产合计	9,596	10,494	11,211	12,163	12,547
应付账款	2,319	2,361	2,401	2,890	3,027
短期借款	2,042	2,642	2,766	3,000	3,000
租赁负债	4	7	-	-	-
其他流动负债	1,187	1,199	1,199	1,199	1,199
流动负债合计	5,553	6,209	6,366	7,089	7,226
长期借款	330	68	208	206	206
递延政府补贴	65	94	90	90	90
其他	70	87	87	87	87
非流动负债合计	465	250	385	383	383
负债合计	6,017	6,458	6,751	7,472	7,609
股本	116	116	116	116	116
储备	3,270	3,706	4,103	4,577	5,095
少数股东权益	192	214	236	263	292
所有者权益合计	3,579	4,036	4,456	4,956	5,503
负债及所有者权益合计	9,596	10,494	11,207	12,428	13,113

主要财务比率

P/E (x)	12.7	3.9	3.4	2.9	2.6
P/B (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
Dividend yield (%)	-	7.2	7.5	9.0	10.8
Gross margin (%)	13.4	12.4	13.7	13.8	13.9
Pre-tax profit margin (%)	1.7	4.1	4.8	4.9	5.0
Net margin (%)	1.2	3.4	3.7	3.8	3.9
Effective tax rate (%)	13.1	12.8	13.0	13.0	13.0
ROE (%)	3.8	11.0	11.3	12.1	12.2
ROA (%)	1.4	4.2	4.5	4.9	5.4
A/R turnover days (s)	81.9	76.5	76.0	70.0	70.0
A/P turnover days (s)	81.9	74.9	74.0	70.0	72.0
Interest coverage (x)	2.3	4.4	4.6	5.0	5.5
Net debt/ (cash) to equity (%)	57%	56%	57%	59%	47%
Total asset to equity ratio (x)	1.6	1.6	1.7	1.6	1.6
Dividend payout ratio (%)	-	30.6	30.0	30.0	30.0

数据来源: 公司公告、安信国际预测

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或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，而应按照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给任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、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