

密尔克卫（603713 CH）：
化工物流综合服务提供商，内生外延带动业绩高速增长
Milkyway Chemical Supply Chain Service: Chemical logiStics Integrated
Service Provider, Endogenous Epitaxy Drives Rapid Growth in Performance

刘威 **Wei Liu**, wei.liu@htisec.com

梁爽 **Helen Liang**, helen.s.liang@htisec.com

2022年11月05日

推荐逻辑

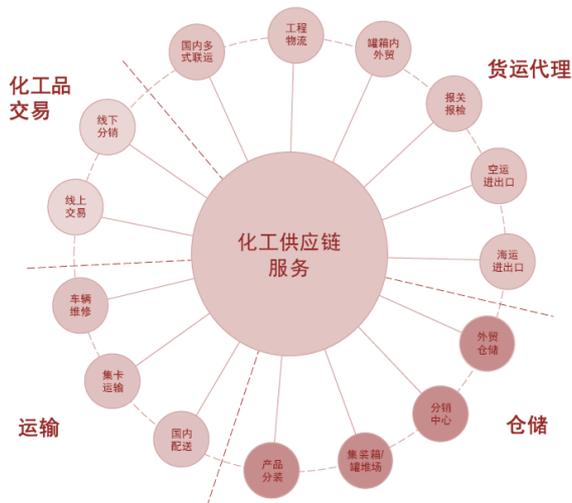
1. 危化品物流行业高度分散，公司为行业龙头份额仅1%左右，行业安全问题频发，行业集中度有望快速提升。
2. 公司“自建+收购”并举扩张，未来几年货代、仓储及运输业务规模有望稳步增长。
3. 化学品市场规模庞大，第三方分销占比不断提升，公司通过线上平台及线下一站式综合物流服务的搭建协同，化工品分销业务规模有望高速扩张。

1.1 国内一站式综合物流服务提供商

公司目前主要在中国地区为全球化工百强企业提供化工产品的化工供应链服务，业务主要可分为一站式综合物流服务和化工品交易服务（MCD）两大板块，其中一站式综合物流服务又进一步分为货运代理（MGF+MTT+MPC）、运输服务（MRT）、仓储服务（MRW）。

我们认为，公司一站式服务大大减轻了客户不同物流环节单独寻找供应商的时间和成本，是未来物流行业发展的趋势所在。

图：公司主要业务范围



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1.1 国内一站式综合物流服务提供商

图：公司主要业务概述及其经营模式

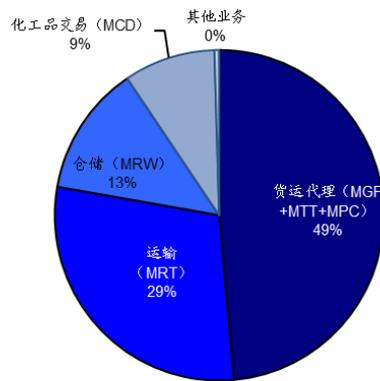
分类	业务板块	业务概述	经营模式
一站式综合物流服务	全球货代业务 (MGF)	提供全球范围内危险品普通货物海运、空运、铁路运输一站式服务。	MGF/MPC 的营业模式主要为货运代理环节赚取代理费佣金以及前后段衍生的仓储、运输服务，利润增长主要依靠业务量驱动和服务环节的增加。
	全球工程物流及干散货 (MPC)	全球工程物流专注于为大型工程总承包项目提供专业物流服务，为客户提供从工厂到工地的定制化综合物流解决方案。干散货业务依靠全球船舶资源网络，为全球煤炭、矿石等大宗商品贸易提供稳定、灵活多样的定制化海运解决方案。	
	全球航运及罐箱 (MTT)	全球航运业务为客户提供特种化学品船的运输及配套物流方案。罐箱业务以公司租赁或自有罐箱为基础，为客户内外贸活动提供各种规格型号罐式集装箱租赁及货运代理服务。	MTT 业务的营业模式主要为收取各类罐箱及散货船的租金、江海在途运输及衍生的堆存、维修维护和道路运输服务费用，利润增长依靠资产使用效率提升、业务量驱动和服务环节的增加。
	区域仓配一体化 (MRW)	以经营自建和租赁仓库，为客户提供化工品存储保管、库存管理和操作，以及提供货物分拣、换包装、贴标、打托等增值服务。	MRW 业务主要收费项目包含存放租金的收取，货物的进出仓费用，以及额外的增值服务项（分拣、分装，复配包装、移库、打托、贴唛、熏蒸费等各项服务费用）。在库货物周转量的提升可有效提升该业务服务的收入及利润水平。
	区域内贸交付 (MRT)	以自购运力和采购外部运力的方式组建境内各类型化工品运输交付服务。	MRT 业务的收费标准主要依据运送货物的线路、重量、货物品类、油耗、人员、车辆 折旧等成本作为计价基础，结合运输车型及市场价格综合计算含桥境费及税费在内的每车每公里运价（车/公里），并按照单程距离的长短进行阶梯式定价。
化工品交易服务	化工品交易 (MCD)	借助丰富的化工供应链经营经验及网络化的物流基础设施，通过线上平台及线下一站式综合物流服务的搭建，匹配撮合上下游各类化工生产商及客户的采购、销售需求，以自营的方式逐步承接上游厂商的销售职能以及下游厂商的采购职能，为厂商向下游大小客户及消费者服务，为化工行业客户提供分销服务及供应链解决方案。	MCD 服务的盈利模式主要根据目标客户对各类化工品的需求采取直接销售（集中采购和分销）/间接销售（交易撮合/店铺代运营）的策略，以有竞争力的价格为支撑，专业的服务质量为核心、安全的一站式综合物流为保障赚取产品价差、咨询服务费、物流服务等增值服务。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

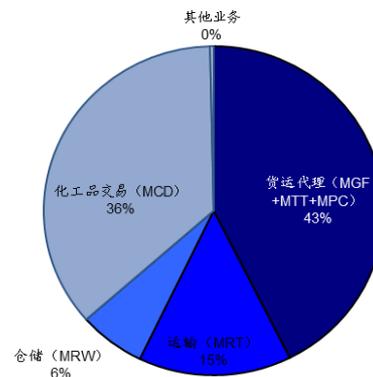
1.2 多板块协同发展，业绩稳定增长

化工品分销板块营收占比大幅提升。2017年货运代理（MGF+MTT+MPC）、运输（MRT）、仓储业务（MRW）收入占比分别为49%、29%、13%，合计超过90%，化工品交易板块（MCD）占比仅9%。2021年一站式综合物流服务各板块收入占比分别为43%、15%和6%，合计为64%，化工品交易板块（MCD）占比提升至36%。

图：公司2017年收入结构



图：公司2021年收入结构

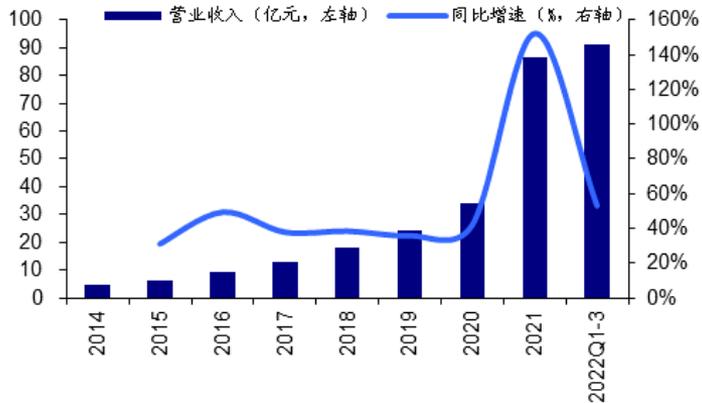


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

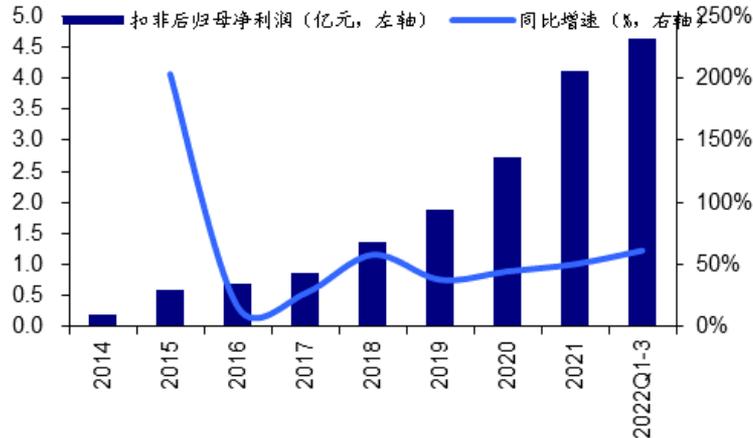
1.2 多板块协同发展，业绩稳定增长

业务结构不断优化，业绩保持高速增长。2021年公司实现营收86.45亿元，同比增长152%；实现扣非后归母净利润4.11亿元，同比增长51%。2022Q1-Q3公司实现营收90.93亿元，同比增长53%；实现扣非后归母净利润4.63亿元，同比增长62%。

图：公司营收规模持续增长



图：公司利润规模稳定增长

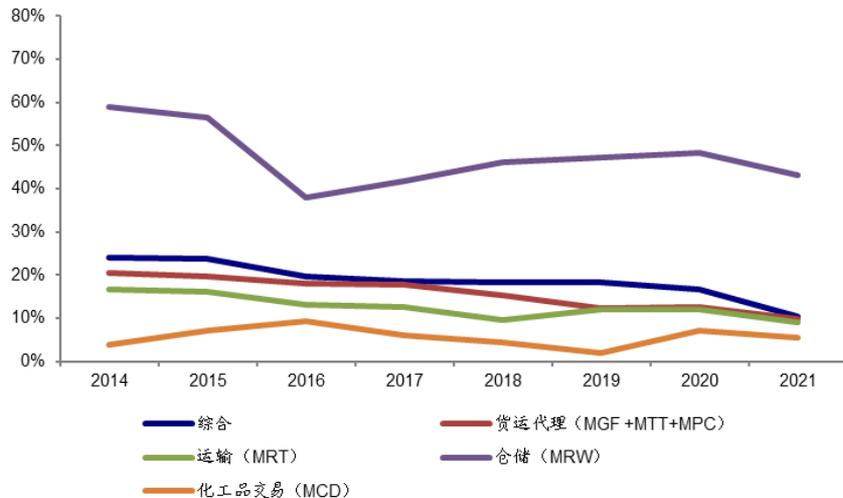


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1.3 业务结构调整，毛利率有所下滑

化工品分销规模扩大，公司整体毛利率有所下滑。由于化工品交易板块毛利率较物流板块低，随着化工品交易板块占比提高，公司综合毛利率出现较为明显的下滑。2021年公司综合毛利率为10.26%，同比下滑6.45个百分点。

图：公司毛利率变化趋势



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

1.4 拟推2022年激励计划，绑定核心员工利益

2022年10月20日，公司公告2022年股票期权激励计划（草案），拟向激励对象授予股票期权51万份，约占草案公告时公司股本总额的0.31%。该激励计划授予的股票期权的行权价格为144.62元/股。激励对象3人，包括高级管理人员2人（A类激励对象），核心业务人员1人（B类激励对象）。针对A类和B类激励对象，公司分别设置了不同的业绩考核。我们认为，本激励计划将绑定核心员工利益，有助于提升公司竞争能力以及调动员工的工作积极性，对公司长期发展带来积极影响。

图：2022年股票期权激励计划公司层面业绩考核要求

	行权期	对应考核年度	业绩考核目标
A 类激励对象	第一个行权期	2022 年	以密尔克卫 2021 年净利润为基数，2022 会计年度净利润增长率不低于 30%。
	第二个行权期	2023 年	以密尔克卫 2021 年净利润为基数，2023 会计年度净利润增长率不低于 62.5%。
	第三个行权期	2024 年	以密尔克卫 2021 年净利润为基数，2024 会计年度净利润增长率不低于 103.13%。
B 类激励对象	第一个行权期	2022 年	以密尔克卫 2021 年净利润为基数，2022 会计年度净利润增长率不低于 30%。
	第二个行权期	2023 年	以密尔克卫 2021 年净利润为基数，2023 会计年度净利润增长率不低于 62.5%。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

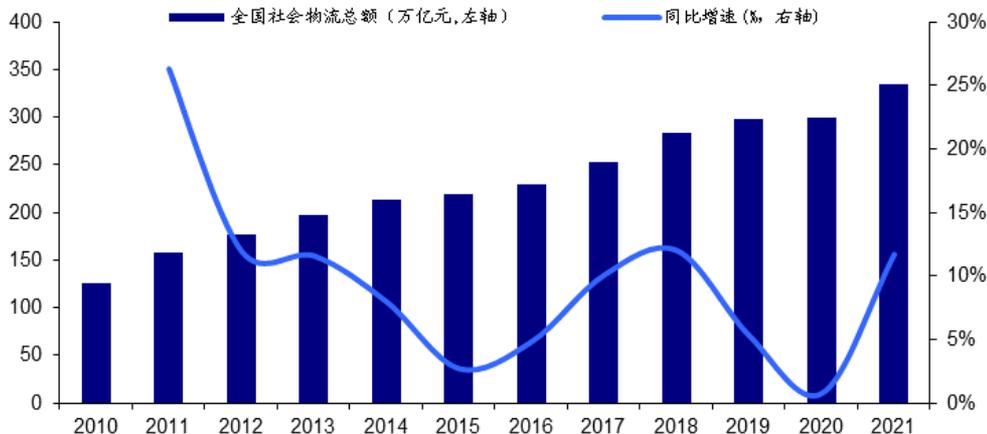
概要

1. 化工物流一体化服务企业
2. 化工物流市场规模大，集中度不断提升
3. 打造一站式物流服务企业，仓储规模不断扩张
4. 大力开拓分销业务，着力打造“化工亚马逊”
5. 盈利预测与投资评级
6. 风险提示

2.1 全国社会物流总额持续稳定增长

全国社会物流总额持续稳定增长。根据中国物流与采购联合会，2010-2021年间，我国全社会物流总额从125.4万亿元攀升至335.2万亿元，年均增速9.35%，增幅显著。从构成看，工业品物流总额在当中占比最大，2021年工业品物流总额299.6万亿元，占社会物流总额的89.38%，按可比价格计算，同比增长9.6%。

图：全国社会物流总额持续稳定增长

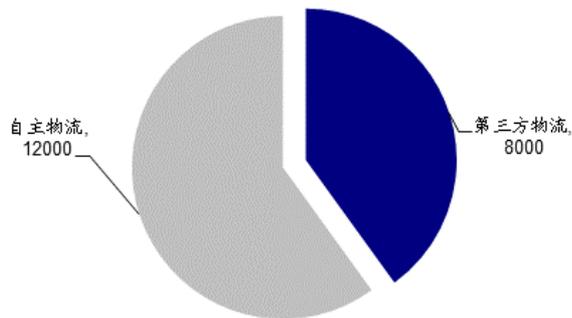


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

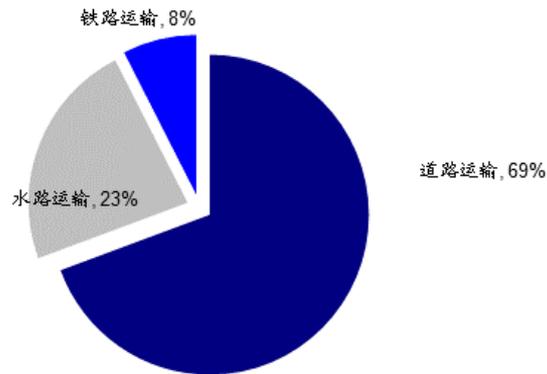
2.2 第三方化工物流市场规模达8000亿元

化工物流市场规模超2万亿元，第三方物流占比提升至40%。根据中国物流与采购联合会，预计2021年末，全国化工物流行业市场规模将超过2万亿元，第三方化工物流市场占有率将提升至40%，以此推算目前国内第三方物流市场规模达8000亿元。

图：第三方物流占化工物流比重提升至40%（亿元，2021年数据）



图：道路运输占危化品物流比重最大（2020年）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.3 安全事故频发，化工物流行业监管趋严

登记证以法人为主体，有效期3年。目前危化品仓储许可证按照法人为主体颁发，即每个仓库单独核发，有效期为3年，到期后需要重新登记，需要与当地政府保持紧密合作关系，具有较高的资源壁垒。

化工产品流通环节事故频发，监管持续加码。近年来化工产品在仓储、运输等流通环节事故频发，全国进一步严控危险品安全经营，监管持续加码，市场处于高度收紧严控阶段。我们认为，随着安全环保监管要求的不断提升，化工企业对物流环节的专业化、安全性需求日益增加，资质健全的优质企业将快速发展，行业内小型、不规范的危化企业受监管及经营压力将被逐步淘汰，行业集中度有望提升。

表：近年来化工运输仓储环节重大安全事故

事故名称	时间	事故概况	人员伤亡	经济损失
8·26包茂高速特大交通事故	2012年8月26日	陕西延安包茂高速公路卧铺客车与运送甲醇货运车辆追尾碰撞交通事故，引发甲醇泄漏并导致两车起火。	36人死亡，3人受伤。	3160.6万元
晋济高速“3·1”特别重大燃爆事故	2014年3月1日	山西省晋城市晋济高速公路两辆运输甲醇的铰接列车追尾相撞，前车甲醇泄漏起火燃烧，隧道内滞留的另外两辆危险化学品运输车和31辆煤炭运输车等车辆被引燃引爆。	40人死亡，12人受伤	8197万元
荣乌高速烟台莱州段“116”重大道路交通事故	2015年1月16日	荣乌高速雪后路面湿滑结冰，发生四车连环相撞事故，其中一辆运送汽油的罐车碰撞后汽油泄漏起火燃烧。	12人死亡，6人受伤	1100万元
8·12天津滨海新区爆炸事故	2015年8月12日	天津市滨海新区天津港的瑞海公司危险品仓库发生火灾爆炸事故，本次事故中爆炸总能量约为450吨TNT当量。	165人死亡，8人失踪，798人受伤	68.66亿元
张石高速保定段“5·23”重大危险化学品运输车辆燃爆事故	2017年5月23日	河北省张石高速公路一辆运气体的罐车发生爆炸，并引燃前后5辆运煤车燃烧。	15人死亡，3人重伤，16人轻微受伤。	4200万元
河北盛华化工11.28重大爆燃事故	2018年11月28日	张家口中国化工集团盛华化工有限公司氯乙烯泄露，导致厂区外危化品车爆炸。	23人死亡，22人受伤	未知
江苏响水特大爆炸事故	2019年3月21日	江苏省盐城市响水县生态化工园区的天嘉宜化工长期违法贮存硝化废料因持续积热升温导致自燃，燃烧引发硝化废料爆炸。	造成78人死亡、76人重伤	19.86亿元
沈海高速浙江台州温岭出口处的槽罐车爆炸	2020年6月13日	液化气槽罐车运输液化气由宁波到温州瑞安，从高速公路出来走104国道时，在匝道发生爆炸冲出高速。	造成20人死亡，175人入院治疗	9478万元

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.4 企业专注核心流程，物流外包是趋势所在

企业注重核心流程，物流外包趋势扩大。随着下游化工企业退城进园的不断推进，化工企业对物流环节的专业化需求不断增加，越来越多的综合化工企业将物流环节业务剥离外包，选择第三方的专业物流服务商。我们判断未来企业将更专注于核心流程板块，包括研发、原材料采购、生产、市场推广和销售，将其他非重要流程外包将是大势所趋，这样更有利于企业将有限的资源集中发展核心业务。

图：化工企业经营流程优化



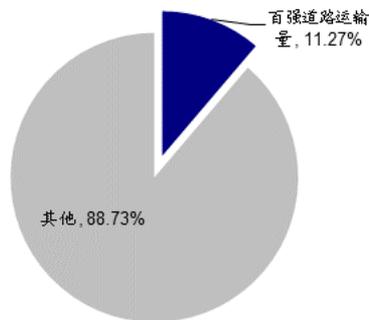
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.5 化工物流行业集中度有望提高

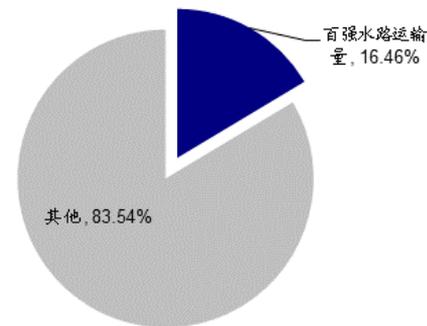
化工物流行业目前十分分散，行业集中度有望提高。2019-2020年度，我国化工物流行业前100强道路运输合计1.24亿吨，占全国危化品道路货运量的11.27%。公司按2021年营业收入86.45亿元测算，占第三方物流市场8000亿行业总规模比例仅1.08%。

我们认为：（1）下游化工企业集中度在不断提高（2）危化品物流行业监管不断趋严（3）化工企业物流外包趋势不断增强。受此影响小型、不规范的危化物流企业将被逐步被淘汰，行业集中度有望快速提高。

图：2019-2020年度化工物流百强道路运输占比



图：2019-2020年度化工物流百强水路运输占比



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.6 与竞争对手相比，公司业务更加专注

公司主要竞争对手分为综合供应链服务企业和化工物流综合服务企业。其中综合供应链服务竞争对手包括天顺股份、华贸物流；化工物流综合服务有保税科技、恒基达鑫、百运达国际货运代理（BDP）、中外运化工国际物流等。和竞争对手不同，公司成立20年以来只专注于化工物流服务，拥有更加专业的经验和积累，没有出过重大安全事故，作为危化品物流行业唯一上市公司，具备资金实力，确保扩张顺利。

表：公司主要竞争对手

业务类型	公司名称	主要业务范围
综合供应链服务	天顺股份	业务范围涵盖第三方物流、供应链管理、物流园区经营及物流金融监管，主要服务行业为能源、建材、钢铁、矿石、农副产品等大宗物资及大型设备等特种物资
综合供应链服务	华贸物流	提供以国际货代为核心的跨境一站式综合物流及供应链贸易服务：接受国际空运和海运运输业务的总包或者分包，提供跨境全过程物流产品和服务；为生产商提供采购执行和分销执行的综合服务
化工物流综合服务	保税科技	主要从事液体化工品的码头装卸及保税仓储业务，公司以完善仓储业务产业链配套服务为目标，适量参与化工品贸易与资本投资（包括二级市场投资），辅以代理、化工品运输等业务
化工物流综合服务	恒基达鑫	专业的第三方石化物流服务提供商，主要为国内石化产品生产、贸易商的进出口货物提供码头装卸、仓储、管道输送服务；为境外客户提供码头驳运中转、保税仓储服务
化工物流综合服务	百运达国际货运代理有限公司（BDP）	化工、石油天然气行业专业供应链服务商，主要提供海运、空运及公路运输，国际进出口代理业务以及仓储相关服务，以及物流咨询和供应链解决方案
化工物流综合服务	中外运化工国际物流有限公司	是化工综合物流服务商，业务范围涵盖了国际货运代理、危险品剧毒品道路运输、仓储、散装化学品物流、多式联运、工程物流及增值服务
化工物流综合服务	上海中远化工物流有限公司	在航空物流、化工物流、电力物流、家电和电子产品物流、会展物流、供应链管理等领域为国内外客户提供全程物流解决方案，提升供应链管理品质；为全球国际贸易商提供海运和空运货代服务
化工物流综合服务	上海北芳储运集团有限公司	提供危险品货物、保税货物及普通化学品货物的冷冻、冷藏及温控仓库储存管理服务；为化工品提供冷冻、冷藏及保温车公路运输服务；为剧毒品、危险品与普通化工品货物提供转口贸易物流服务
化工物流综合服务	中外运化工国际物流有限公司	是化工综合物流服务商，业务范围涵盖了国际货运代理、危险品剧毒品道路运输、仓储、散装化学品物流、多式联运、工程物流及增值服务

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

概要

1. 化工物流一体化服务企业
2. 化工物流市场规模大，集中度不断提升
3. 打造一站式物流服务企业，仓储规模不断扩张
4. 大力开拓分销业务，着力打造“化工亚马逊”
5. 盈利预测与投资评级
6. 风险提示

3.1 一体化布局，业务板块相互联动

业务布局完善，一站式综合物流服务提供商。公司业务范围包括进出口及国内货运代理（MGF +MTT+MPC）、仓储服务（MRW）、运输服务（MRT）及化工交易（MCD）。公司各业务板块之间具有较强联动，一方面能够对接国内外货运代理客户在国内的仓储运输业务，另一方面由于危化品仓储属于稀缺资源，公司更容易将原本仅提供仓储运输业务的客户转化为货运代理客户。

表：公司主要业务板块定位及其对其他板块的推动作用

业务板块	业务定位	对其他板块的推动作用
货运代理（MGF +MTT+MPC）	核心供应链业务板块，以资源整合的方式为客户提供国际、国内货运代理服务	通过核心货运代理业务吸引客户，增加仓储和运输业务量；通过长期合作的客户，为供应链贸易业务奠定客户资源基础
仓储（MRW）	基础物流板块，以自建仓储与租赁仓储方式开展仓储业务	通过规范的仓库管理能力、高效的仓库作业能力，为境内外客户提供专业的化工品存储服务，并配合货运代理板块提供仓储增值服务，带动其他业务板块业务量
运输（MRT）	基础物流板块，以自购车辆与外包车队开展业务	配合仓储及货运代理业务提供集运、干线及配送等运输业务，实现货物“门到门”服务
化工品交易（MCD）	公司未来重点发展的朝阳板块，延伸供应链深度和广度	基于一站式综合物流服务积累的客户资源，逐步打造全品类的化工品交易平台，提供区域分销和集中采购服务；通过交易带动物流各板块业务量

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 坚定推进数字化转型，MCP系统不断完善

密尔克卫化工供应链管理平台，简称MCP，开发涉及化工供应链各环节，包括如货代，运输，仓储，贸易等，可运用于仓库管理、运输管理、车辆控制及订单处理等方面，可协助公司在复杂多变的情况下选择最优流程方案，减少资源浪费，实现服务价值的最大化。

公司MCP系统在原有专业运输及配送服务系统（TMS）、货代系统（FMS）、仓储系统（WMS）、大数据与智能化应用以及财务结算五大板块的基础上，又陆续开发上线了贸易系统（MMS）、罐箱系统（GMS）、订单无纸化系统、人事行政流程、作战中心1.0、CRM等系统，以最大程度的满足客户对安全、准确、及时的物流服务要求。

图：公司MCP平台功能分布情况



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

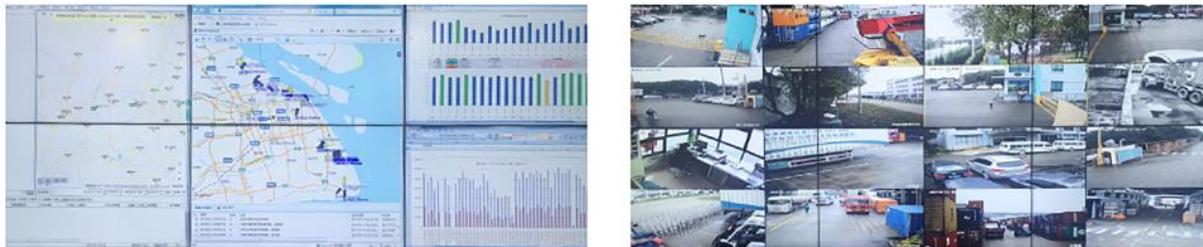
3.2 智能化监控管理系统，增强安全管控力

ASM（智能监控管理系统）是集团自行开发的危化品管控平台，主要分为T-ASM（运输）和W-ASM（仓库），可24小时监控各个仓库和现场的操作情况，为客户提供安全管理服务。

ASM在视频监控管理系统基础上，将智能监管、消防报警、生产数据(设备报警信息)采集、应急处置、指挥调度、短信平台等系统进行整合，真正实现联防一体、可视化处置、快速响应的安全生产管理目标。

图：公司ASM系统

ASM系统



3.2 持续外延并购，服务能力不断增强

公司通过“并购+自建”的方式进行外延式扩张，进一步巩固核心区域的服务网络布局，通过板块整合优化现有业务布局，强化化工品物流、货运代理、仓储业务、化工品交易服务的业务协同，并进一步巩固客户资源。通过不断的“并购+自建”，公司业务范围及经营规模持续扩大，区域市场布局持续完善。

表：公司主要并购事项

时间	交易内容	交易对价	收购原因
2022年10月	南京久帝化工70%股权	2.5亿元	拓展化学品分销领域业务线，未来延伸亚太和北美地区的分销网络布局
2021年12月	上海化运100%股权及1600万债权	1.96亿元	发展核电等特货及跨境长线运输业务，进一步巩固核心区域的服务网络布局
2021年10月	上海零星物流100%股权	1.38亿元	拓展公司危险化学品仓库和储罐资源，进一步提升公司在华东地区的危险品仓储服务能力，加深国内外化工企业的长期合作关系
2021年4月	江苏马龙国华95.65%股权	1.18亿元	在滇桂黔布局线下分销网络，并释放危险化工品的铁路运输能力，实现磷资源及其他基础化学品的全国分销
2021年4月	上港化工物流100%股权	8388万元	完善上海化学工业区的线下化工品服务能力，服务芯片、半导体等行业的客户，并拓展智能化工公路港的布局
2020年12月	新能（张家港）100%股权	1.51亿元	在现有供应链服务的基础上，布局危废处理行业
2020年11月	湖南瑞鑫化工65%股权	9400万元	拓展华中及华南地区的专业化工品贸易业务，加入专业运营团队
2020年1月	山东华瑞特100%股权	3232.27万元	进一步的扩充公司的东部沿海集群业务，同时补充公司现有的仓储服务区域

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 持续外延并购，服务能力不断增强

表：公司主要并购事项（续表）

时间	交易内容	交易对价	收购原因
2019年12月	天津港中化60%股权	9000万元	拓展在港口地区的危化品集装箱堆存及短驳运输等业务，优化业务结构
2019年4月	上海振义100%股权	1.45亿元	补充危化品气体储存资源的空白、扩充外高桥危化品仓储服务能力
2019年4月	天津东旭物流100%股权	1.39亿元	填补天津的危化品甲乙类仓储稀缺资源空缺，形成仓储配送、货代一站式物流能力，拓展天津及华北地区的半导体、涂料、新能源汽车的客户
2018年12月	镇江宝华物流82%股权	1.44亿元	拓展业务范围和在化学品运输领域的发展布局
2018年9月	天津至远100%股权	2.06亿元	拓展业务范围和在化学品运输领域的发展布局
2017年9月	上海静初化工物流100%股权	4000万元	获得位于嘉定区的普通化学品仓储基地
2016年12月	天津隆生100%股权	115万元	扩充公司运输能力、扩展运输路线
2016年3月	张家港密尔克卫化工物流100%股权	1300万元	弥补公司在保税区危险品仓储业务方面的空白
2016年3月	内森集装罐40%股权	1012万元	拓展以集装罐为载体的货物运输和货运代理业务
2016年2月	赣星物流100%股权	2860万元	扩充公司运输能力、扩展运输路线
2016年1月	张家港巴士物流100%股权	5358万元	标的公司拥有3块性质为仓储用地的土地使用权，位于张家港保税区的化工配套区域，拥有大量的潜在目标客户
2015年9月	陕西迈达100%股权	2700万元	扩充公司运输能力、扩展运输路线

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 坐拥大量优质头部客户资源

公司拥有大量头部客户资源。通过 20 多年的行业运营，公司与国内外众多著名头部化工企业保持良好合作关系，包括巴斯夫集团、陶氏集团、阿克苏集团、PPG 工业、佐敦集团、阿科玛集团、万华化学、艾郎集团、索尔维集团等全球最著名的跨国化工企业。

化工龙头企业一般对物流仓储运输安全要求较高，因此公司在多年合作过程中业务能力和操作规范得到很大提升，进一步增强了公司的核心竞争力和行业地位。同时，行业龙头企业作为公司核心客户，对公司的市场扩展起了良好的宣传和示范作用，公司客户数量逐年增加，截至2022年6月，公司客户数量已超5000个。

表：公司主要客户资源

行业	主要客户名称
综合类	巴斯夫、陶氏、阿科玛、3M、亨斯迈、长春化工、帝斯曼、中化国际等
石化、能源	盛福奥、万华化学、中海油、中石化等
香料、添加剂、个人护理	赞宇、德之馨、万香国际等
气体、新材料、特种化学	Soulbrain、BLUE EXPRESS、巨化、霍尼韦尔、液化空气、林德、瓦克化学等
涂料、农化、印染	阿克苏集团、佐敦、庞贝捷、艾仕得、立邦、联化科技、富美实等
聚氨酯、助剂、锂电池、贵金属、物流	庄信万丰、UPS、DHL、康捷空、天齐锂业、东大聚氨酯等

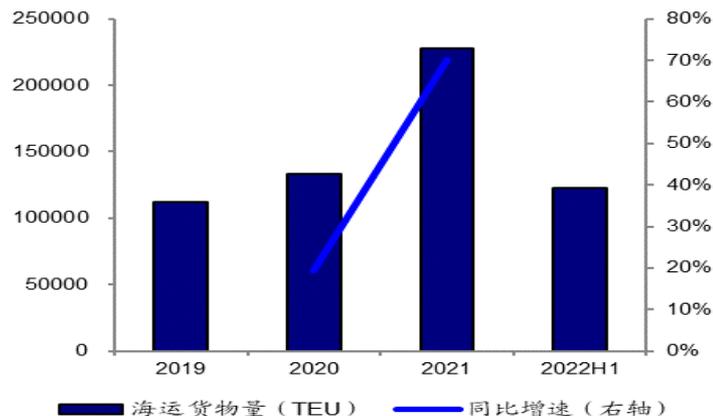
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.3 货代运量持续增长，毛利率回升

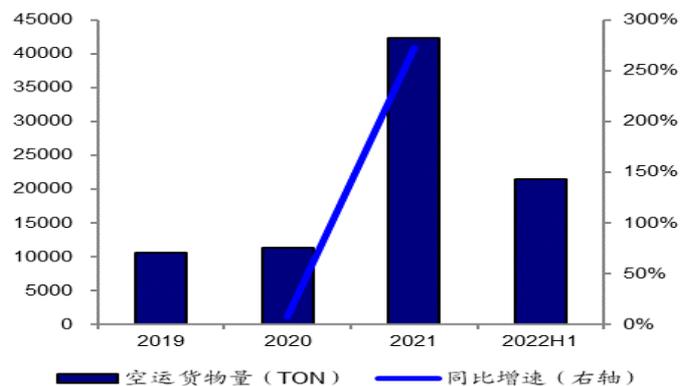
货代业务包括全球货代业务(MGF)、全球工程物流及干散货(MPC)及全球航运及罐箱(MTT)，近年来伴随着公司整体运输资源与调度能力的提升，公司货代业务运货量持续增长。

2021年公司实现海运货物量227430 TEU，同比增加70.25%，实现空运货物量42291吨，同比增加272.19%。

图：公司海运货物量变化情况



图：公司空运货物量变化情况



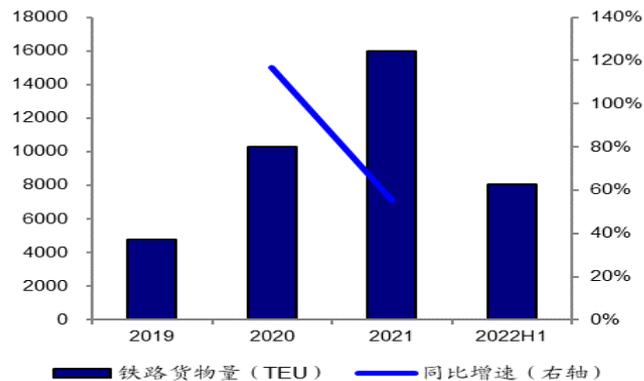
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.3 货代运量持续增长，毛利率回升

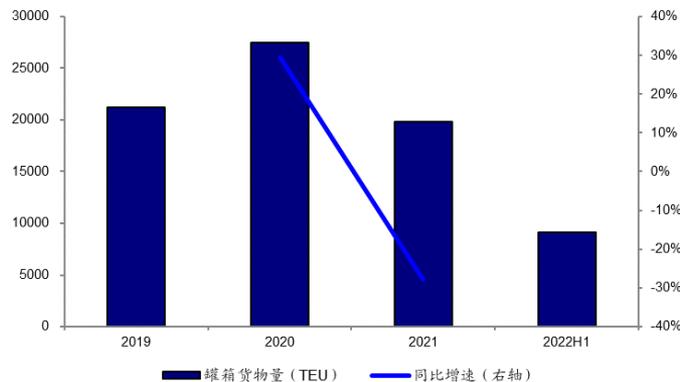
2021年公司实现铁路货物量15992 TEU，同比增加55.20%。

2021年受疫情影响，罐箱业务周转较慢，业务量有所下滑。2021年公司实现罐箱货物量19864 TEU，同比减少27.79%。

图：公司铁路货物量变化情况



图：公司罐箱货物量变化情况



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

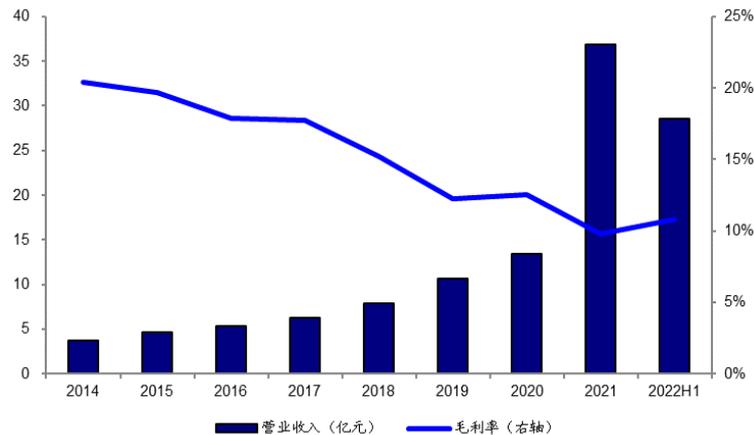
3.3 货代运量持续增长，毛利率回升

随着新公司的收购兼并，公司物流服务能力不断增强，货代业务量稳步提升，货代业务收入增长趋势稳定。2021年公司货代业务实现营收36.83亿元，同比增长175.26%；2022年上半年实现营收28.53亿元，同比增长108.79%。

一方面公司根据市场经济情况，逐渐承接了部分毛利率相对较低的货运代理业务，一方面为提高员工积极性，货运代理业务的人工成本上升，使得近年来公司货运代理业务毛利率水平整体有所降低。2021年公司货代业务毛利率为9.78%，同比下降2.76个百分点。

2022年上半年，海外市场受疫情影响程度有所缓和，加之公司积极进行降本增效等，公司货代业务毛利率出现回升。2022年上半年公司货代业务毛利率为10.78%，相较2021年提升1个百分点。

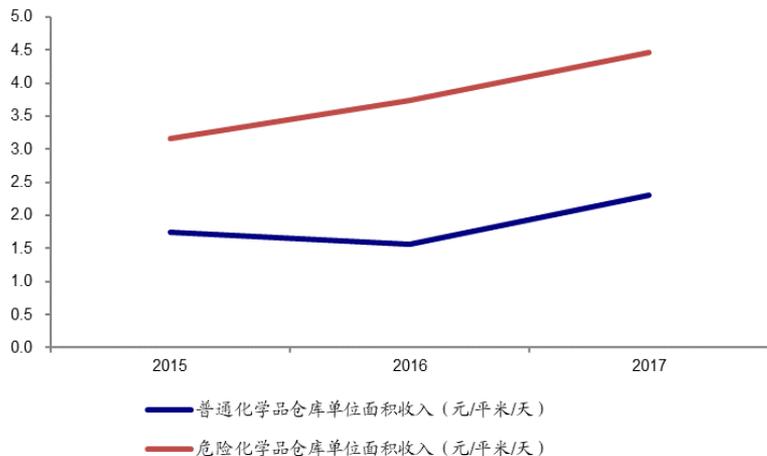
图：货运代理（MGF+MTT+MPC）营业收入及毛利率变化情况



3.4 仓储面积不断增加，单位面积价格稳步提升

危化品仓储资源稀缺，单位面积收入逐年上涨。近年来国家对化学品行业环保及安全等各方面的要求及整治力度加大，全国范围内大批不符合规定的仓库被强制关停，符合要求的化学品仓库特别是危险化学品仓库成为市场稀缺资源，公司2015-2017年危险化学品仓库单位面积收入分别为3.16、3.74、4.47元/平米/天，2016和2017年分别同比上涨18.4%和19.5%，且均远高于普通化学品仓库单位面积收入。

图：危化仓单位面积收入高于普化仓



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.4 仓储面积不断增加，单位面积价格稳步提升

业务规模持续扩张，仓储面积不断增加。公司目前以自建物流和对外并购的方式相结合向全国各地进行业务扩张，以自有或者租赁仓储为网点，通过道路运输将物流服务终端辐射全国重点城市。

截至2022年6月，公司在全国自建及管理55万平米专业化学品仓库，其中租赁仓库占地面积占比为61.67%。2022年10月25日，公司公告拟公开发行可转债募集资金8.72亿元，其中5500万元计划用于镇江宝华物流有限公司改扩建普货仓库建设，将针对内置场地进行改扩建智能化丙类仓库约1.5万平米。未来，公司将延续自建+并购并举的方式，仓库规模有望进一步提升。

表：截至2022年8月5日，公司主要仓储情况

仓库类型	所有权人/出租方	地址	面积
自有	张家港密尔克卫	张家港保税物流园区东区	3938.64
自有	巴士物流	金港镇江苏扬子江国际化学工业园青海路东侧、南海路南侧	14349.1
自有	南京密尔克卫	六合区大厂罐区南路 168 号	42107.59
自有	镇江宝华	镇江市丹徒镇长岗村	9386.31
自有	湖南湘隆	长沙市望城区铜官街道湖南湘隆仓储物流基地丙类仓库	8303.64
自有	大正信张家港	大新镇朝东圩港村	6319.13
自有	辽宁鼎铭	国有盖州市熊岳海防林场	9833.2
自有	零星危化品物流	金山区漕泾镇合展路 258 号	5724.94
自有	密尔克卫环保	金港镇扬子江化学工业园北京 路南	1940.61
自有	铜川鼎铭	铜川市印台区顺金南路 24 号	1983.6

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.4 仓储面积不断增加，单位面积价格稳步提升

表：截至2022年8月5日，公司主要仓储情况（续表）

仓库类型	所有权人/出租方	地址	面积
租赁	上海海天龙国际物流	上海市南汇区双惠路 99 号 2 幢	55735.83
租赁	上海自贸区联合发展	中国（上海）自由贸易试验区业盛路333号物流仓库— 1 层单元一	3694
租赁	上海国汇物流	上海市浦东新区泥城镇秋祥路 153 号	40386.42
租赁	上海有仓实业	上海市松江区新浜镇文兵路 458 号（含北面、东面仓库，办公楼，西面砖混两层楼）	24500
租赁	上海广畅物流	上海市松江区新浜镇文兵路 458 号南面 4 号仓库	3500
租赁	东莞市金鑫实业	东莞市立沙岛石化基地大流管理区望沙路	15000
租赁	天津滨港宝湾国际物流	天津市临港工业区渤海十七路 199 号	7852.18
租赁	上海翔农工贸	上海青浦区崧华路1001 号	3600
租赁	上海元邦化工制造	上海浦东南汇老港镇同发路 188 号	5189
租赁	吉安市兴骋运输	广州市白云区太和镇石湖村镇东路 28 号	10850
租赁	广州朗达仓储物流	广东省广州市太和镇谢家庄永和路 33 号	4300
租赁	上海临港现代物流	上海市秋祥路 669 号 1 号库全部 6 单元	27285.9
租赁	南京普江仓储设施	南京六合区普洛斯江北长芦物流园 B2 号库 1 号单元、2 号单元、3 号单元、4 号单元	20970
租赁	潍坊海容国际物流	青岛西海岸新区昆仑山路 630 号	4000
租赁	张家港保税物流园 区宁宇物流	张家港保税物流园1幢	7607
租赁	重庆飞力现代物流	重庆市高新技术产业开发区智融路 2 号	5828.22
租赁	重庆安美仓储	安博重庆空港物流中心一期 1 号库 1 单元	6073
租赁	四川远孚物流	成都高新西区双柏路 91 号普洛斯成都高新区工业物流园 B5 号库 3 单元	3996

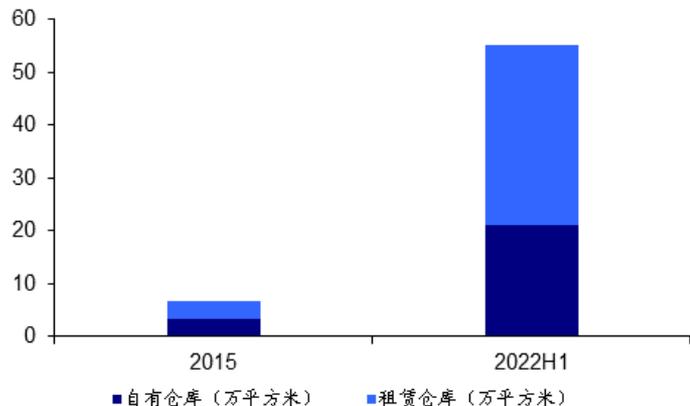
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.4 仓储面积不断增加，单位面积价格稳步提升

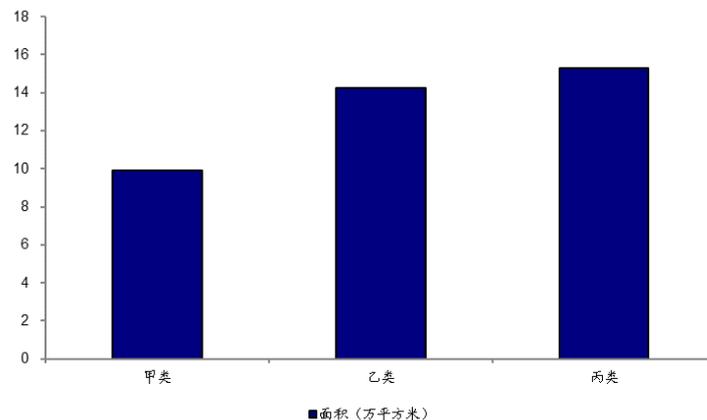
公司仓库面积大幅增加。根据公告，2015年至2022年上半年，公司专业化学品仓库总面积由6.85万平方米增加至55万平方米，其中自有专业化学品仓库由3.41万平方米增加至21万平方米。

公司危化品仓库规模大于同行。根据中国化工物流行业百强分析报告，2019-2020年6家入围中国化工物流行业百强企业的仓储企业甲乙丙三类危化品仓库面积合计39.47万平方米，平均6.58万平方米，远低于公司的危化品仓库面积（自有仓库主要系危化品仓库）。

图：公司仓库面积大幅增加



图：仓储百强企业各类库面积（2019-2020年）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

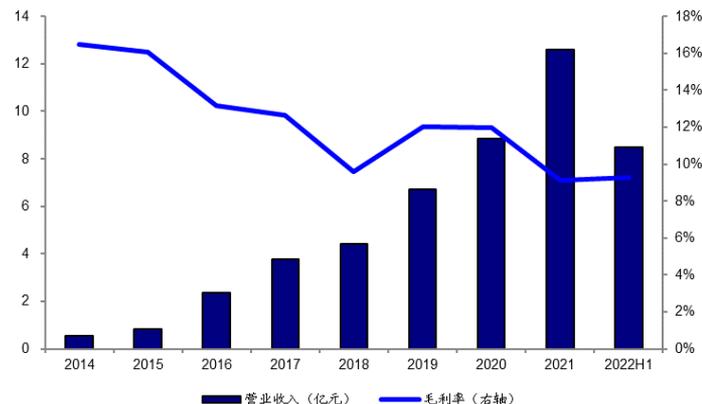
3.4 仓储面积不断增加，单位面积价格稳步提升

一方面公司仓储管理效率较高，在库货物周转量有所提升，同时由于新并购公司的加入公司仓储业务得以稳定发展，业务收入增加。2021年公司仓储业务实现营收5.49亿元，同比增长8.71%；2022年上半年实现营收3.68亿元，同比增长41.82%。

由于危化品仓储资源稀缺，因此仓储业务毛利率较高。2021年受疫情影响公司部分仓库的不饱和导致仓储业务毛利率有所降低，但仍保持较高水平。2021年公司仓储业务毛利率为43.12%，同比下降5.05个百分点。

2022年上半年公司主动减少空仓率降低成本，因此毛利率有所上升。2022年上半年仓储业务毛利率为46.83%，相较2021年提升3.71个百分点。

图：仓储业务营业收入及毛利率变化情况



3.5 收购扩大运输业务覆盖范围和能力

并购加强运输业务配送半径，运力大幅提升。2015年以前公司配送业务主要提供上海市区内和周边的城市配送服务，以自有车队运输为主，规模较小。随后公司通过一系列并购不断扩展自己运输业务版图，建立了覆盖全国主要城市的运输网络。

2022年10月25日，公司公告拟公开发行可转债募集资金8.72亿元，其中1.9亿元拟用于收购上海市化工物品汽车运输有限公司100%股权及转让方对标的公司1600万债权项目。通过本次收购，将进一步巩固公司核心区域的服务网络布局，提升公司的化学品运输能力。

图：2015年公司配送业务主要在上海及上海周边



图：2022年公司分支机构覆盖全国

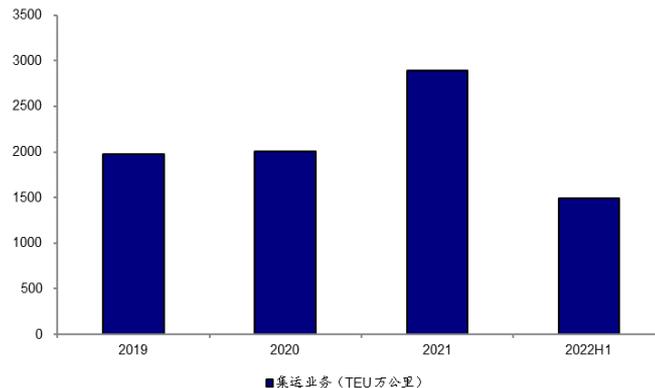
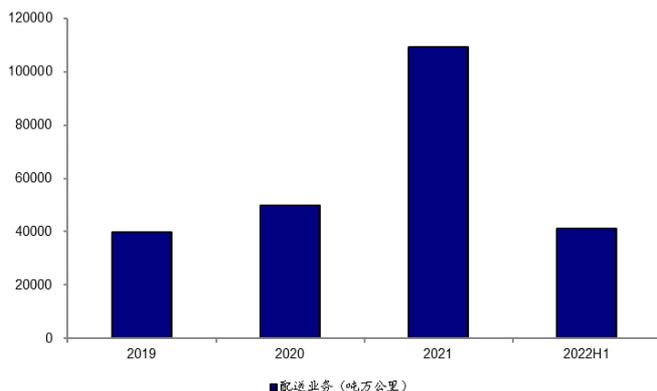


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.5 收购扩大运输业务覆盖范围和能力

公司运输业务服务量逐年增长。运输业务按照运载方式的不同，分为集运业务和配送业务。集运业务主要提供各类集装箱的运输服务，配送业务承担公路包装货运输（包括整车和零担配送）职责。随着公司运输业务覆盖范围的扩大和能力的提升，公司集运业务和配送业务服务量均大幅增加。2021年公司完成配送业务109418吨万公里，同比增加118.98%，完成集运业务2894TEU万公里，同比增加44.37%。

图：运输业务服务量逐年增长



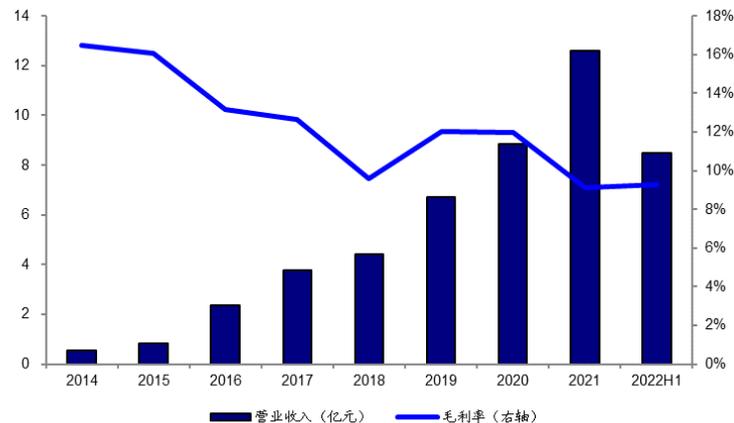
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.5 收购扩大运输业务覆盖范围和能力

得益于公司运输网络的投入取得显著成效，配送业务不断壮大，同时新并购公司加入使得公司运输业务量持续增加。2021年公司运输业务实现营收12.58亿元，同比增长41.99%；2022年上半年实现营收8.48亿元，同比增长25.31%。

受运力紧张及油价上涨影响，运输成本略有上升，近几年运输业务毛利率整体有所下滑。2021年公司运输业务毛利率为9.13%，同比下降2.86个百分点。2022年上半年运输业务毛利率为9.30%，相较2021年提升0.17个百分点。

图：运输业务营业收入及毛利率变化情况



1. 化工物流一体化服务企业
2. 化工物流市场规模大，集中度不断提升
3. 打造一站式物流服务企业，仓储规模不断扩张
4. 大力开拓分销业务，着力打造“化工亚马逊”
5. 盈利预测与投资评级
6. 风险提示

4.1 化学品第三方分销占比不断提升

现阶段中国有四种较为典型的化学品分销模式。第一种是依托大石化资源优势的化学品服务企业，这类企业占有上游产品及客户资源优势；第二种是以物流供应商为代表的民营供应链企业，这类企业拥有码头、储罐和车队等，在其重物流资产的基础上拓展化学品分销业务；第三种是基于数字化分销模式应运而生的化学品 B2B 电子商务平台，为买卖双方提供交易撮合、融资、物流等多种服务；第四类是制造企业与自营化学品分销商，这类企业自主研发、生产、销售，为客户提供一站式的解决方案。

表：现阶段中国四种较为典型的化学品分销模式

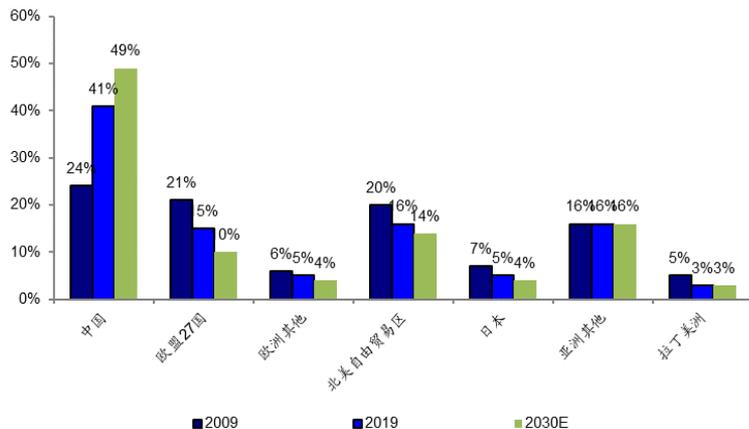
分类	覆盖业务领域	商业模式
依托大石化资源优势的化学品分销企业	分销化学品包括工程塑料、通用塑料、基础化工、精细化工等	线上、线下分销相结合，提供一站式采购、金融服务、仓储物流等增值服务
以物流供应商为代表的民营分销企业	化工综合物流、化工品交易等	线上、线下分销相结合，自营销售，第三方交易撮合，供应链服务
以物流供应商为代表的民营分销企业	能源、化工、纺织、有色、钢铁、橡塑、建材、农副等大宗商品交易平台	信息发布，线上、线下分销相结合，自营销售，第三方交易撮合，供应链服务等
制造企业与自营分销商	高端化学、材料科学等	自创品牌、技术集成、自主研发、自主销售

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.1 化学品第三方分销占比不断提升

全球化学品市场规模庞大，中国是全球最大的化学品市场，市场规模将持续增长。从世界范围来看，2019年世界化学品的销售额约为4万亿美元，其中中国化学品销售额占全球的41%，是全球最大的化学品市场。根据欧洲化学工业理事会预测，未来10年内，全球化学品市场增长将主要来自于中国，中国化学品市场规模将持续增长。

表：世界化学品销量份额变化及预测

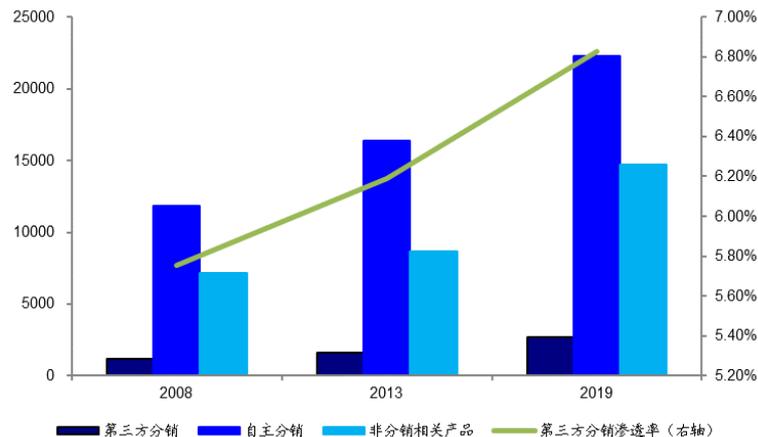


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.1 化学品第三方分销占比不断提升

化学品第三方分销占比不断提升。随着化学品整体市场规模的稳定增长，第三方化学品分销企业凭借较强的服务能力，在整体化学品市场中占比不断提升。2019 年全球化学品分销市场规模近 4 万亿美元，其中第三方分销规模达 2710 亿美元，较2008年及2013年分别提升133.62%和64.24%；第三方分销占比达 6.8%，自 2008 年占比 5.8%、2013 年占比 6.2%持续提升。

表：全球化学品贸易类型及第三方分销占比



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

4.2 大力开拓分销业务，着力打造“化工亚马逊”

化工品交易（MCD）规模大幅提升。通过线上平台及线下一站式综合物流服务的搭建协同，大力开拓化工品分销业务。

拟收购南京久帝化工以拓展化学品分销领域业务线。2022年9月5日，公司公告拟收购南京久帝化工70%股权，交易价格2.5亿元。南京久帝化工是一家从事有机化工原料及精细化工品贸易的专业公司，通过标的公司的并入，将有利于公司拓展化学品分销领域业务线，未来延伸亚太和北美地区的分销网络布局，为打造“超级化工亚马逊”奠定基础。

表：公司分销业务运营场所及运营模式

运营场所	运营模式
线下分销	<p>通过化工品国内国际货运代理业务的积累，了解部分化工品原料/产成品在不同地域市场售价的不同，或者在同一地域市场中不同时点的售价不同等信息，利用地域差异或时间差异产生的商品价差，赚取商品价差获得利润</p> <p>在化工品交易板块开拓的新客户以及部分现有客户提出采购或销售需求后，公司以自身名义购入商品，最终将商品销售给客户或客户指定的购买商，从中赚取商品价差</p>
线上运营	<p>1688 官方旗舰店代运营模式：客服团队为客户在 1688 提供线上官方旗舰店代运营及自营平台建设服务，目前已积累陶氏、巴斯夫等优质的世界 500 强企业客户。</p> <p>“灵元素”平台：公司的化工电商平台，公司或化工品生产商可在“灵元素”开展直营业务，减少交易环节并提供交易环节的配套服务，整合买卖双方供应链环节中的信息流、资金流和物流</p>

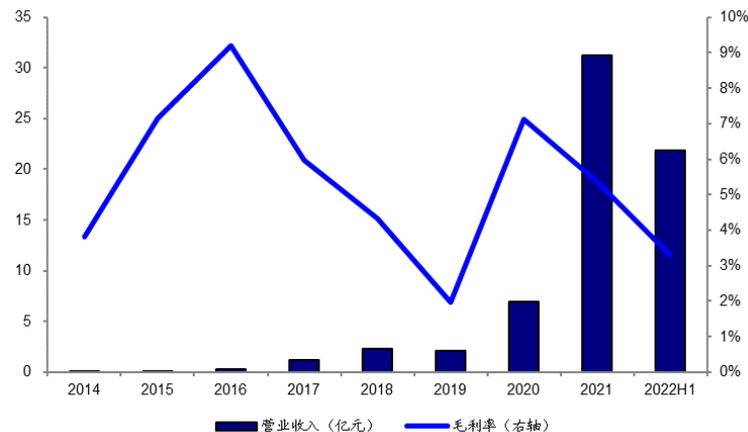
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.5 规模快速扩张，毛利率随产品结构变化波动

公司积极推广物贸一体化的化工品交易业务，不断拓展化工品交易的新区、开发新客户，分销业务收入规模及占比快速增长。2021年公司分销业务实现营收31.26亿元，同比增长352.39%；2022年上半年实现营收21.81亿元，同比增长90.23%。

2019-2021年，公司调整化工品交易业务产品结构，逐步削减毛利率偏低的乙二醇、钛精矿和钛白粉代理业务，拓展了新的毛利率较高的环氧树脂涂料代理业务，公司化工品交易业务毛利率有所回升。2021年以来，公司进一步推动物贸一体化发展，逐渐增加了毛利率相对较低的黄磷、柴油、丙烯酸业务，因而毛利率有所下降。2021年公司分销业务毛利率为5.38%，同比下降1.75个百分点。2022年上半年运输业务毛利率为3.28%，相较2021年下降2.10个百分点。

图：分销业务营业收入及毛利率变化情况



1. 化工物流一体化服务企业
2. 化工物流市场规模大，集中度不断提升
3. 打造一站式物流服务企业，仓储规模不断扩张
4. 大力开拓分销业务，着力打造“化工亚马逊”
5. 盈利预测与投资评级
6. 风险提示

5. 盈利预测与投资评级

盈利预测和投资评级。我们预计公司2022-2024年公司净利润分别为6.48、8.03和11.09亿元，对应EPS分别为3.94、4.88和6.74元/股。公司是专注化工物流的一站式综合服务提供商，考虑到公司持续拓展新业务，业绩处于快速提升期，给予公司一定的估值溢价。给予公司2022年44倍PE，对应目标价173.29元（不变），维持“优于大市”评级。

表：同行业市盈率相对估值比较

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	ROE
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
603128.SH	华贸物流	12.2	0.61	0.76	0.93	20.06	16.01	13.19	2.91	14.50%
603056.SH	德邦股份	16.34	0.29	0.62	0.98	56.73	26.48	16.73	4.91	8.65%
002352.SZ	顺丰控股	50.02	0.72	1.35	1.88	69.60	37.09	26.56	5.19	7.45%
均值						48.80	26.53	18.83	4.33	10.20%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

5. 财务报表分析和预测

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	432	648	803	1,109
少数股东损益	4	3	5	8
非现金支出	242	399	518	520
非经营收益	34	21	6	-14
营运资金变动	-510	-299	-808	-305
经营活动现金流	203	772	524	1,318
资产	-351	-623	-687	-732
投资	-563	2	3	3
其他	-526	24	24	31
投资活动现金流	-1,440	-597	-660	-698
债权募资	832	-505	212	-461
股权募资	1,123	0	0	0
其他	-203	-49	-41	-35
融资活动现金流	1,752	-554	170	-496
现金净流量	511	-378	35	124

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,645	13,927	16,841	20,281
营业成本	7,758	12,516	15,086	18,183
毛利率%	10.3%	10.1%	10.4%	10.3%
营业税金及附加	19	75	51	55
营业税金率%	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%
营业费用	94	151	201	205
营业费用率%	1.1%	1.1%	1.2%	1.0%
管理费用	198	338	459	466
管理费用率%	2.3%	2.4%	2.7%	2.3%
EBIT	569	777	952	1,291
财务费用	54	44	38	31
财务费用率%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-13	0	-1	0
投资收益	12	24	24	31
营业利润	530	801	982	1,361
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	528	801	982	1,361
EBITDA	797	1,176	1,470	1,811
所得税	92	150	174	244
有效所得税率%	17.4%	18.7%	17.7%	17.9%
少数股东损益	4	3	5	8
归属母公司所有者净利润	432	648	803	1,109

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	638	260	295	419
应收账款及应收票据	2,663	4,896	5,555	6,909
存货	78	104	138	159
其它流动资产	1,074	1,291	1,501	1,658
流动资产合计	4,454	6,551	7,489	9,145
长期股权投资	0	1	1	1
固定资产	1,089	959	750	558
在建工程	279	355	461	599
无形资产	559	669	764	867
非流动资产合计	2,819	3,045	3,222	3,448
资产总计	7,273	9,596	10,710	12,594
短期借款	805	300	511	50
应付票据及应付账款	1,248	2,675	2,826	3,647
预收账款	31	29	48	50
其它流动负债	1,195	1,946	1,872	2,277
流动负债合计	3,279	4,951	5,257	6,024
长期借款	525	525	525	525
其它长期负债	249	249	249	249
非流动负债合计	774	774	774	774
负债总计	4,053	5,725	6,032	6,798
实收资本	164	164	164	164
归属于母公司所有者权益	3,153	3,801	4,604	5,713
少数股东权益	67	70	75	83
负债和所有者权益合计	7,273	9,596	10,710	12,594

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

6. 风险提示

1. 经济下行、仓储运输需求下降的风险
2. 危化品仓储单位面积价格下降的风险
3. 生产安全的风险
4. 并购整合资产推进不及预期的风险

Summary

- **Chemical logistics integration service enterprise**
- **The chemical logistics market is large in scale and its concentration is increasing**
- **Build a one-stop logistics service enterprise, and the scale of warehousing continues to expand**
- **Vigorously develop distribution business and strive to build a "chemical Amazon"**

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL分析师认证Analyst Certification:

我，刘威，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。I, Wei Liu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，Helen Liang，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。I, Helen Liang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，[请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了0386.HK的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 0386.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 0386.HK for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

0386.HK目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

0386.HK is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

中国石化集团江苏石油勘探局有限公司目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

中国石化集团江苏石油勘探局有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通担任0883.HK及0386.HK有关证券的做市商或流通量提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 0883.HK and 0386.HK.

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

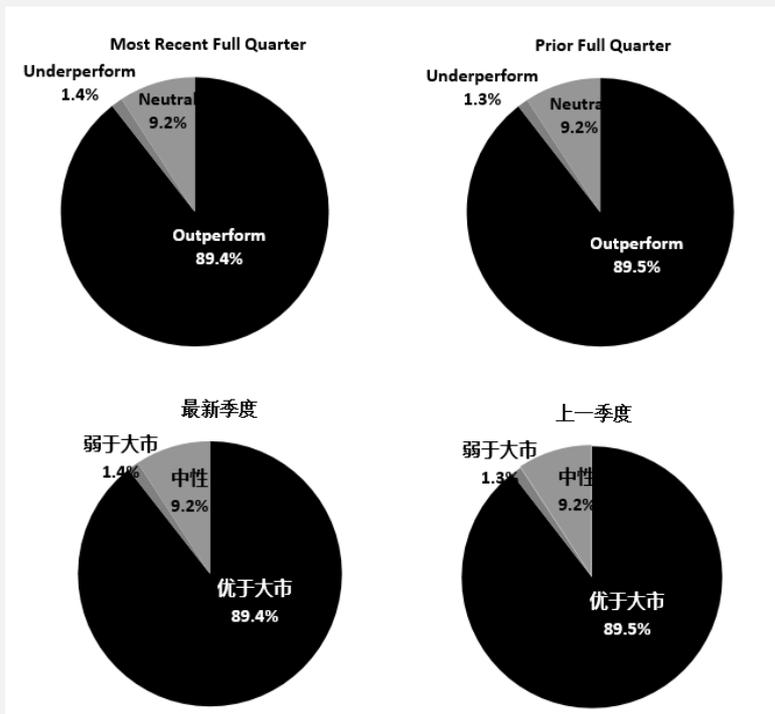
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至2022年9月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.4%
投资银行客户*	5.5%	6.8%	4.5%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至2020年6月30日）：

买入，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Sep 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.4%
IB clients*	5.5%	6.8%	4.5%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数：海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG評級免責聲明條款： 尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于MSCI ESG Research LLC及其联属公司（「ESG方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第571章) 持有第4类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖BSE Limited (“BSE”) 和National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第571章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJKK编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话(212) 351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商，也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过HSIPL, HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL, HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格，因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号201311400G]于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》（第110章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第289章）第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

Milkyway Chemical Supply Chain Service - 603713 CH



1. 6 Nov 2020 OUTPERFORM at 119.49 target 120.4.
2. 5 Apr 2021 OUTPERFORM at 122.0 target 131.5.
3. 29 Apr 2021 OUTPERFORM at 120.0 target 131.5.
4. 15 Nov 2021 OUTPERFORM at 111.55 target 131.5.
5. 18 Jan 2022 OUTPERFORM at 134.71 target 167.33.
6. 14 Apr 2022 OUTPERFORM at 113.3 target 167.33.
7. 1 Aug 2022 OUTPERFORM at 146.9 target 173.29.
8. 27 Oct 2022 OUTPERFORM at 128.6 target 173.29.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates