

嘉友国际 (603871 CH)：
长期专注跨境综合物流，拓展中非业务前景可期
**Jiayou International: Focusing on Cross-border Integrated Logistics,
With Promising China-Africa Business**

虞楠 Nan Yu, nan.yu@htisec.com

2022年12月06日

概要

1. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业
2. 业务模式复制力强，跨境版图不断扩大
 - 2.1 中蒙——行稳致远：跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显
 - 2.2 中非——乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔
 - 2.3 中亚——厚积薄发：中蒙模式再复制，夯实内功放眼长期
3. 盈利预测与投资评级
4. 风险提示

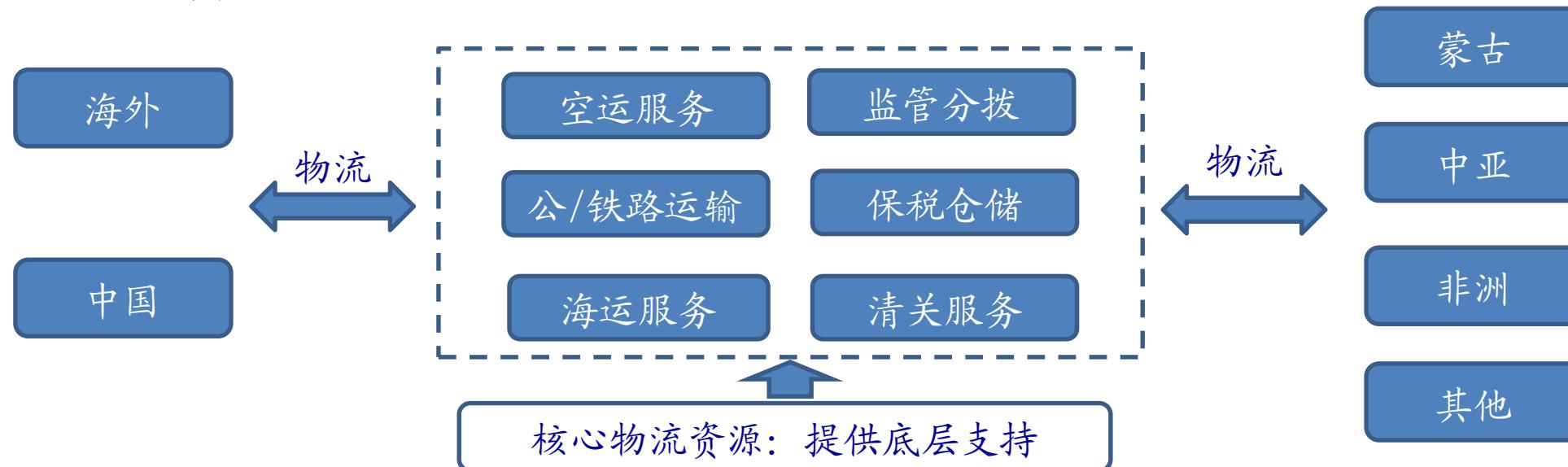
1. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业

公司成立于2005年6月，并于2018年在上交所成功上市，是国内率先开展跨境多式联运的物流企业。

长期以来，公司积极投资并运营道路、保税仓库、海关监管场所等物流基础设施，整合物流资源，为客户提供定制化的供应链贸易及物流服务产品，持续致力于打造综合物流服务优秀公司、争做跨境多式联运领先企业。

目前公司业务以蒙古、非洲、中亚为重点发展区域。

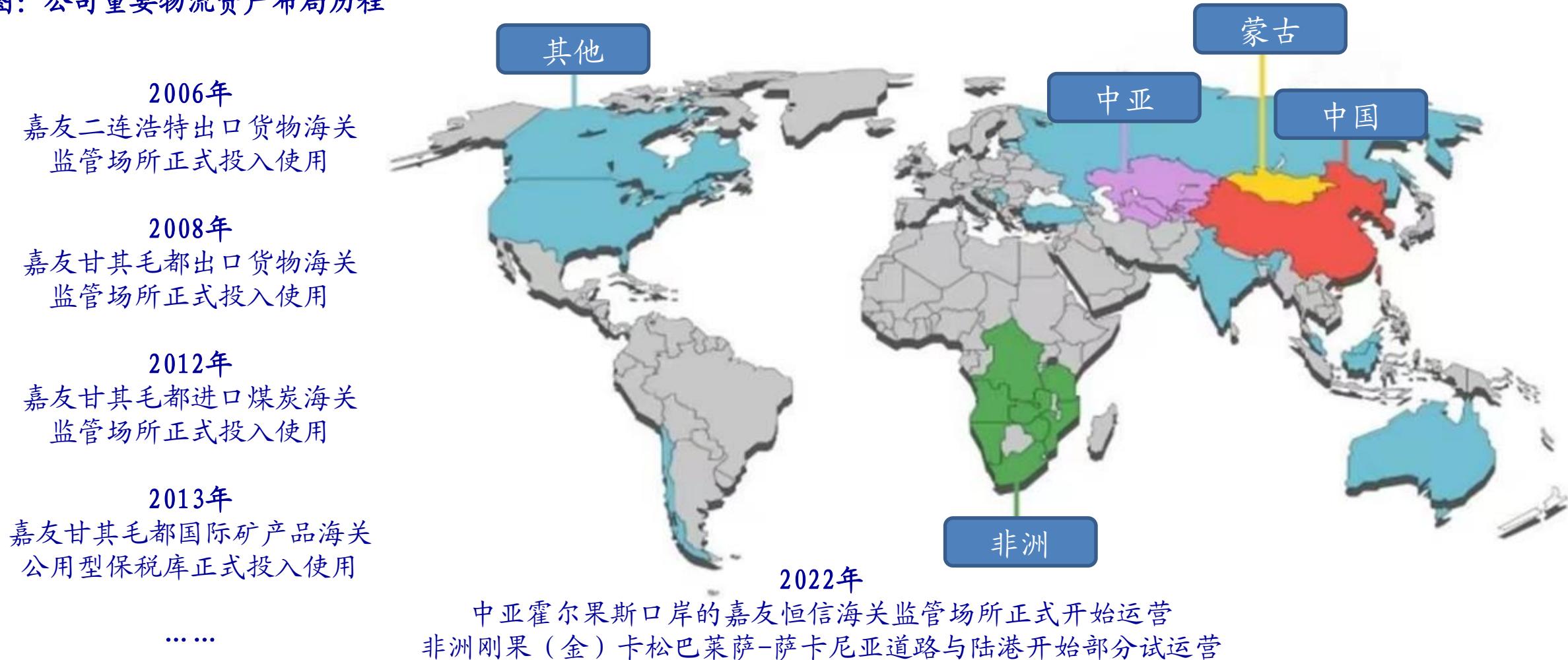
图：公司主要业务模式



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. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业

图：公司重要物流资产布局历程



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.htsec.com

资料来源：公司官网，公司2022年半年报，海通国际

1. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业



依托核心物流资产，公司多板块业务协同发展。

目前公司主营业务包括：1、跨境多式联运综合物流服务（跨境多式联运、大宗矿产品物流、智能仓储）
2、供应链贸易服务（主要是主焦煤供应链贸易业务）

图：公司主要业务范围

跨境多式联运

以工程项目为主，通过整合境内外物流运输服务、口岸服务、代理服务等跨境综合物流资源，为客户提供跨境运输、过境转关及口岸操作等多环节一站式服务。

大宗矿产品物流

大宗矿产品物流以其相关产品为主，为国内大型冶炼厂提供进出口通关、仓储运输方案和组织管理等综合物流服务。

智能仓储服务

以矿能产品进口仓储为主，在中蒙边境口岸甘其毛都，通过海关公用保税库、海关监管场所等为来自蒙古的铜精矿和主焦煤提供口岸入境仓储服务。

供应链贸易服务

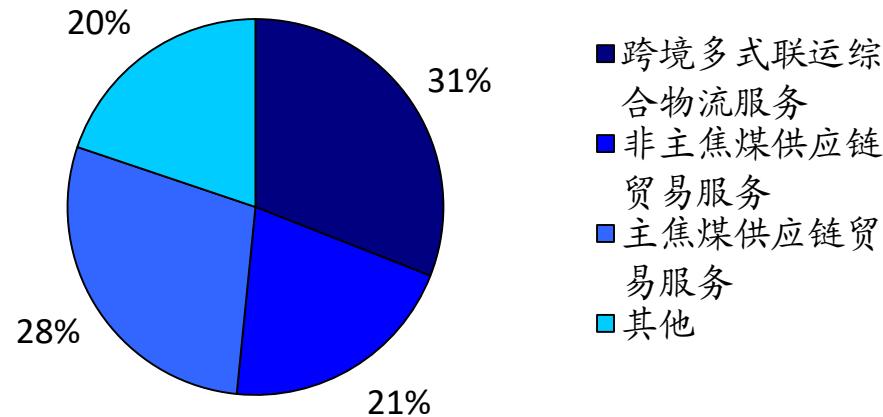
供应链贸易是公司在物流资源的基础上，为境内外供应商和客户提供的以贸易为形式、以物流拓展为实质，覆盖贸易环节的综合物流增值业务。

1. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业

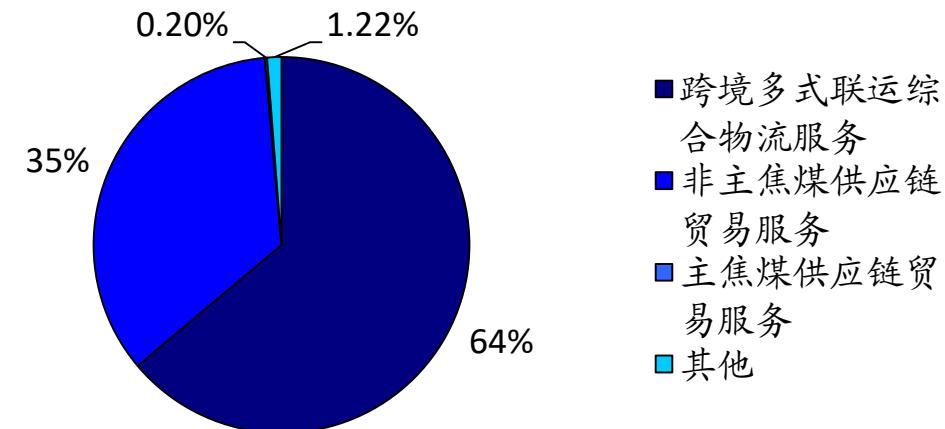
2021年公司共实现营收38.88亿元，其中跨境多式联运综合物流服务收入为12.04亿元，占比31.0%，供应链贸易服务收入为19.38亿元，占比49.8%。

其余收入则主要由PPP项目合同贡献，PPP项目合同指公司投资、建设、运营刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亞道路与陆港的现代化改造项目，公司作为主要责任人，项目完工前确认该PPP项目的建造服务收入。

图：21年公司收入结构



图：21年公司毛利结构

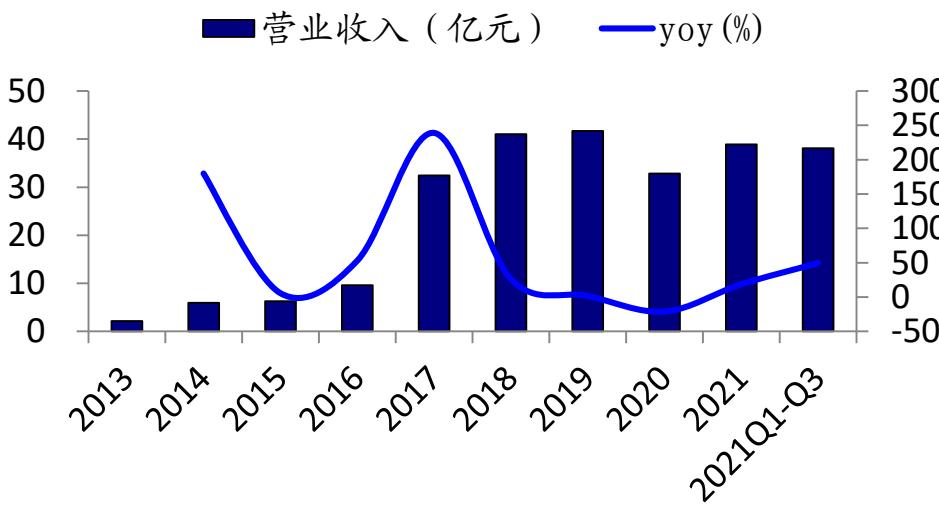


1. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业

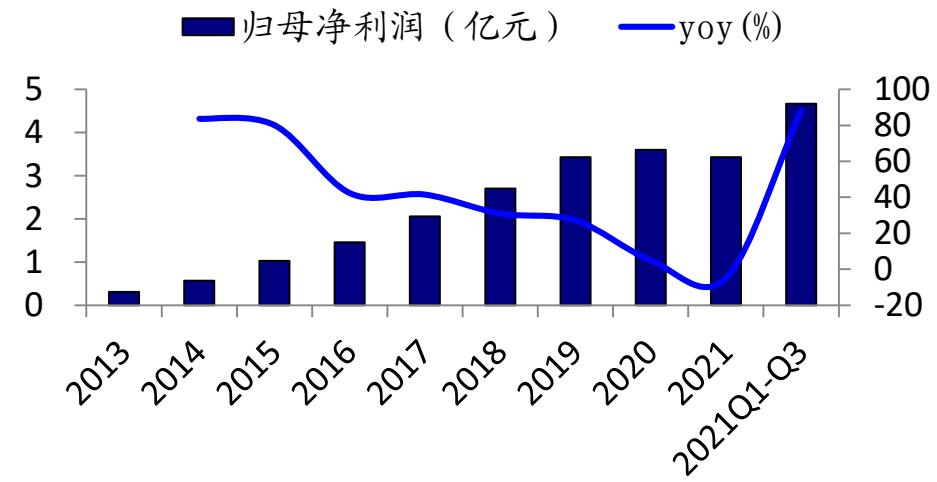
基于自身稳固的实力，公司业绩展现良好韧性。

尽管21年受疫情管控影响，公司业绩出现一定程度下滑，但随着今年中蒙通关效率的改善，22年前三季度公司业绩迅速反弹，并保持较好增长态势。2022Q1-Q3公司实现营收38.08亿元，同比增长49.6%；实现归母净利润4.67亿元，同比增长88.14%；实现扣非后归母净利润4.55亿元，同比增长91.3%。

图：公司营收增长情况



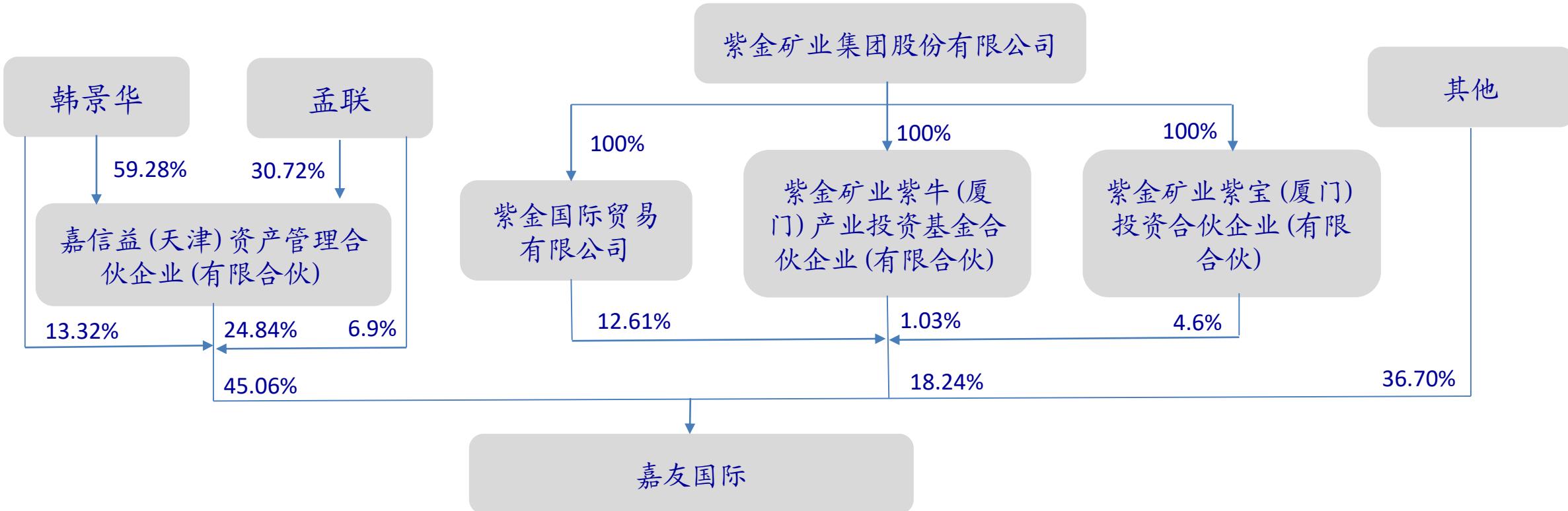
图：公司净利润增长情况



1. 布局陆运核心物流资产，打造跨境综合物流龙头企业

目前公司实控人为韩景华和孟联，2021年年底公司通过定增及股权转让引入紫金矿业战略投资，截至2022年三季报，紫金矿业间接持股18.24%，是公司第二大股东。

图：公司股权结构



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

2. 业务模式复制力强，跨境版图不断扩大

公司初期基于国家一带一路开发大环境，持续为中亚、东南亚等二十多个“一带一路”沿线国家和地区，以及部分欧美国家提供跨境多式联运综合物流服务及供应链贸易服务。

经过多年深耕，公司在蒙古市场已形成稳固竞争力，并在成熟经验模式的带动下，将业务触角逐步向非洲、中亚延展，打造以蒙古、非洲、中亚为重点发展区域的业务格局。

- 联动“一带一路”，锚定内陆地区，构筑基础实力；
- 抢先布局核心物流节点，全面打造强大竞争壁垒；
- 从一般物流到物贸一体化，盈利能力稳增，核心竞争力不断加强



成功模式可复制
业务增量有保障

2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

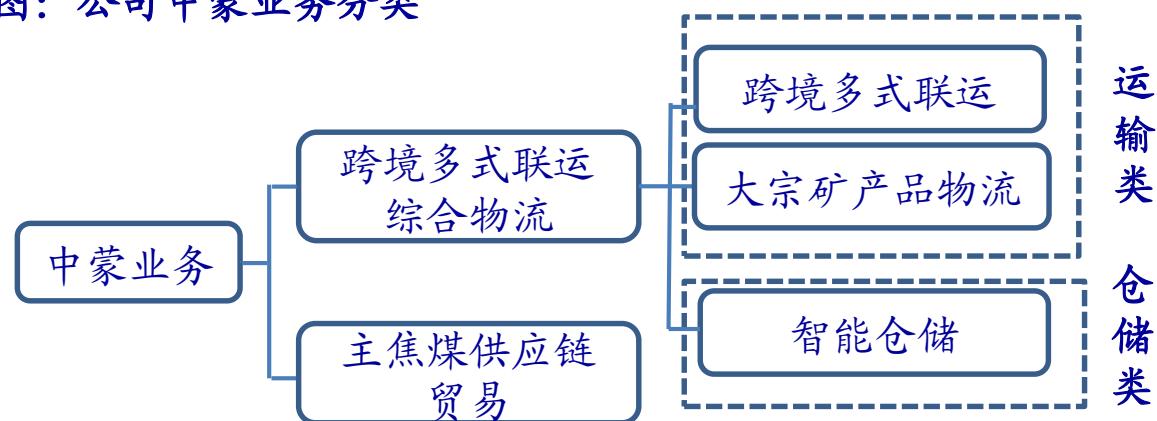
得益于“一带一路”国家和地区投资环境的改善，蒙古境内的矿产资源开发和基础设施建设进展快速，贸易额的增长带动了中蒙市场跨境物流业务的发展，助力公司业务实现增长。

二连浩特、甘其毛都陆运口岸是中蒙国际跨境物流的核心节点。公司在发展初期即规划并获批建设海关公用型保税库、海关监管场所、保税物流中心（B型）等多项陆港核心资产，对中蒙跨境物流业务起到中枢作用，在成本控制和运营管理上体现出先发优势，壁垒性强，使公司率先成为内陆国家和地区跨境综合物流服务的领先企业。

图：公司物流资产分布（中蒙区域）



图：公司中蒙业务分类



2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显



图：公司物流资产情况（中蒙区域）

地区	场所	所属公司	占地面积（万m ² ）	用途
甘其毛都	保税库	乌拉特中旗甘其毛道金航国际有限公司	16.95	智能仓储业务、其它物流业务环节
	海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都华方国际物流有限公司	35.97	
			4.69	
	海关监管场所	乌拉物中旗甘其毛都嘉友国际物流有限公司	2.17	
			3.78	
二连浩特市	海关监管场所	内蒙古嘉易达矿业有限公司	64.67	
	海关监管场所	内蒙嘉友国际物流有限公司	7.80	
巴彦淖尔临河区	保税物流中心(B)型	巴彦淖尔市临津物流有限公司	6.87	

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

2.1 中蒙——行稳致远：

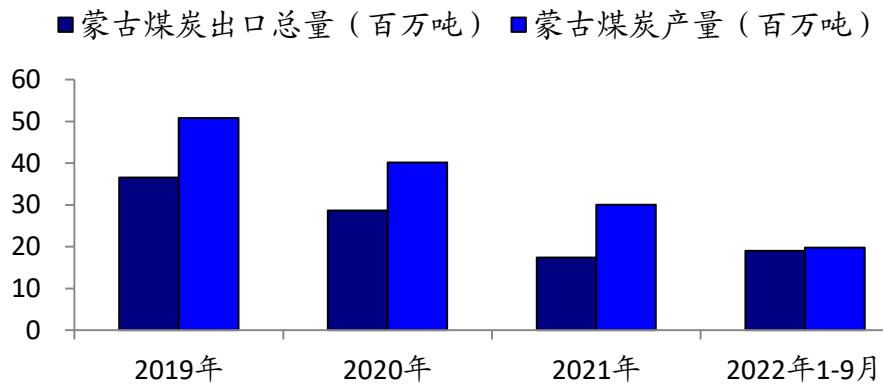
跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

蒙古矿产资源丰富，采矿业为蒙古主要的出口产业，2021年蒙古矿产品出口额占出口总额的80%以上。

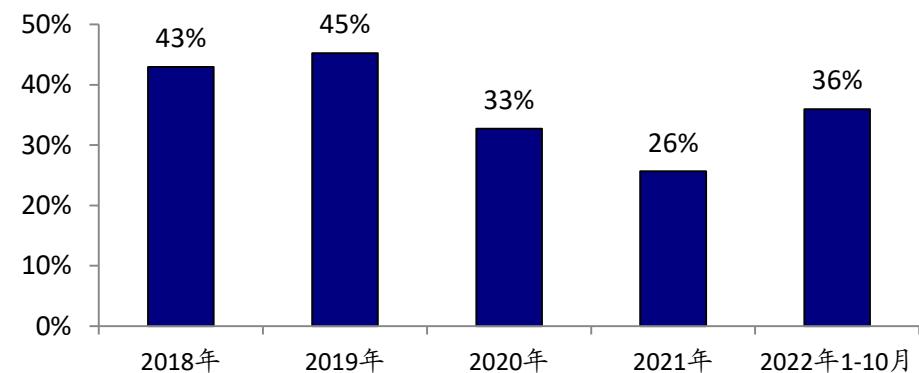
煤炭（尤其是主焦煤）

- 蒙古目前是我国最主要的炼焦煤进口国。蒙古是全球煤炭资源最集中、最丰富的国家之一，尤其是主焦煤资源储量丰富、煤质好；蒙古煤炭生产以露天开采为主，开采条件优越，露天煤矿产量占比达99%，主要用于出口，并且几乎所有炼焦煤都出口到中国。
- 甘其毛都是蒙古主焦煤重要的出口口岸。中国是蒙古重要的煤炭贸易国，目前中国境内主要的煤炭运输口岸有：甘其毛都口岸（主焦煤）、策克口岸（1/3焦煤）、满都拉口岸（主焦煤、气煤、少量动力煤）等。
- 注：主焦煤是炼焦煤的一种

图：近年蒙古煤炭产量及出口量情况



图：蒙古炼焦煤进口量占炼焦煤总进口量比



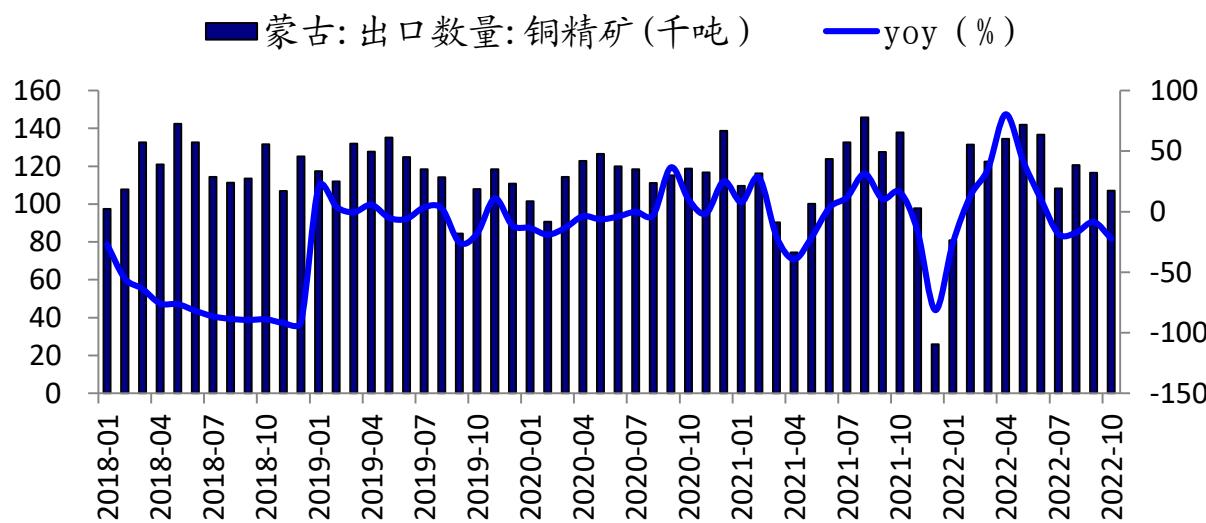
2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

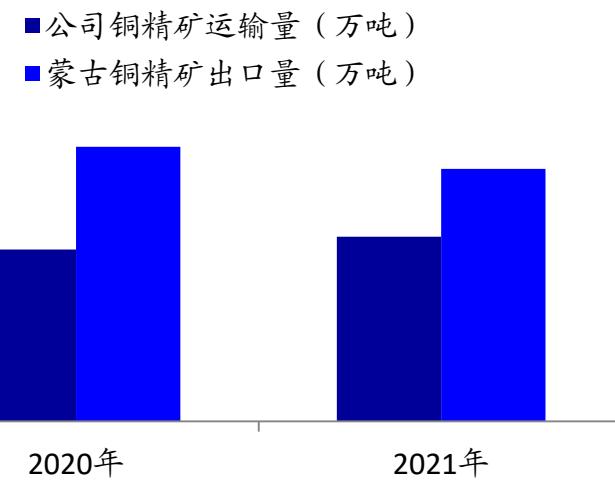
铜精矿

蒙古拥有目前世界上现存储量最大的铜矿和金矿所在地——奥云陶勒盖。奥云陶勒盖铜矿项目位于蒙古南戈壁省境内，距首都乌兰巴托约550公里，距中国甘其毛道口岸约70公里，已探明铜储量约3110万吨、黄金储量1028吨。奥云陶勒盖铜矿项目开发包括露天矿及地下矿开采、选矿厂建设及配套辅助设施等，分两期进行建设。

图：蒙古铜精矿出口情况



图：蒙古铜精矿出口情况



2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

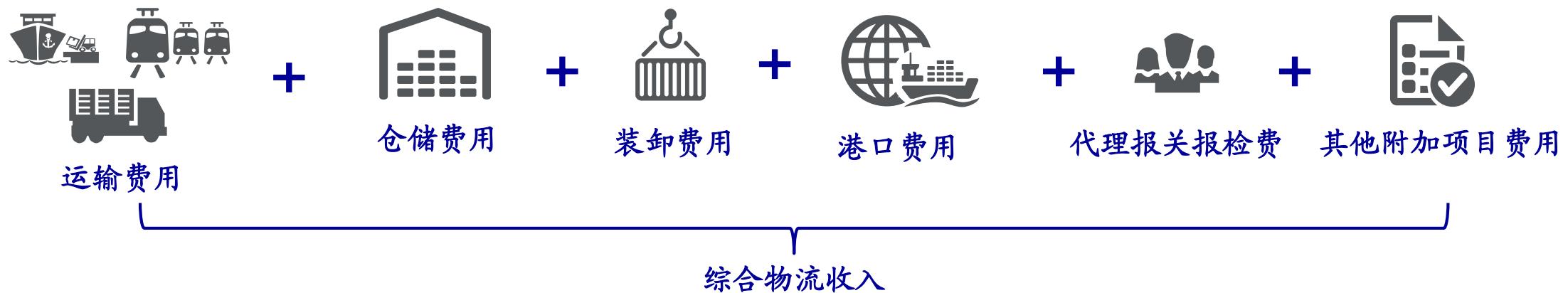


一、跨境多式联运综合物流

①运输类：

- 跨境多式联运：工程项目物流（以大型工程设备设施为服务对象，包括基础建设、能源建设、环保技术改造等）、非工程项目物流（农畜产品、冷藏产品等）
- 大宗矿产品物流（通过公铁联运模式，实现铜精矿、主焦煤客户的物流要求）

图：跨境多式联运、大宗矿产品物流收费模式



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

2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

② 仓储类

智能仓储业务：

- 相较于多式联运服务，仓储服务拥有更高的毛利率；
- 目前公司仓储能力合计占甘其毛都口岸现有仓储能力的50%以上，区位优势明显；
- 位于甘其毛都口岸的金航保税库、华方海关监管场所、嘉易达海关监管场所为大宗矿产品（主要为主焦煤、铜精矿）提供仓储服务，既是大宗矿产品物流业务的上游延伸业务，也是公司主营业务之一。

图：公司业务所在口岸分布（中蒙区域）



甘其毛都口岸距蒙古南戈壁省塔本陶勒盖煤矿（TT矿）直线距离约180公里，TT矿储量64亿吨，包括主焦煤18亿吨，动力煤46亿吨，属优质冶金炼焦用煤。

甘其毛都口岸距蒙古国奥云陶勒盖铜矿（OT矿）70公里。OT矿已探明铜金属量3110万吨，黄金1028吨，银5144吨，铁矿石27亿吨，钼81600吨，储量居世界第三、亚洲最大。

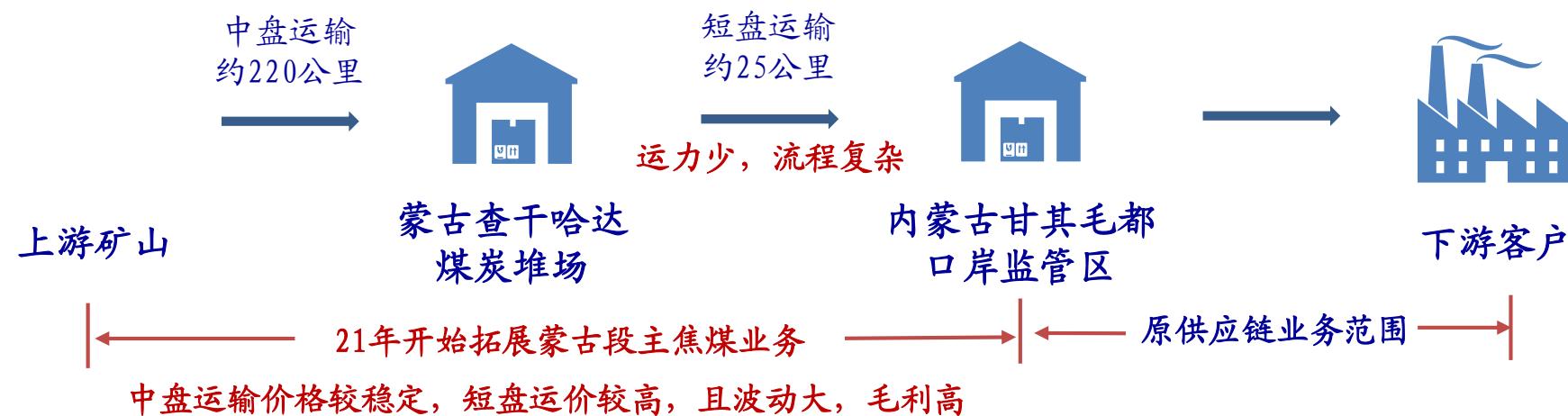
2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

二、主焦煤供应链贸易

- 基于物流核心竞争力，拓展贸易业务；
- 从一般物流到物贸一体化，扩大服务范围、延长物流链条，提升客户粘性和自身议价能力；
- 21年主焦煤供应链贸易向蒙古段拓展，整合自蒙古国矿山到中国终端用户的产业链供应链，受益于服务范围扩大，以及蒙古段运费等物流服务费快速增长，主焦煤供应链贸易毛利率同比上涨18.12%。

图：甘其毛都口岸蒙煤进口过程



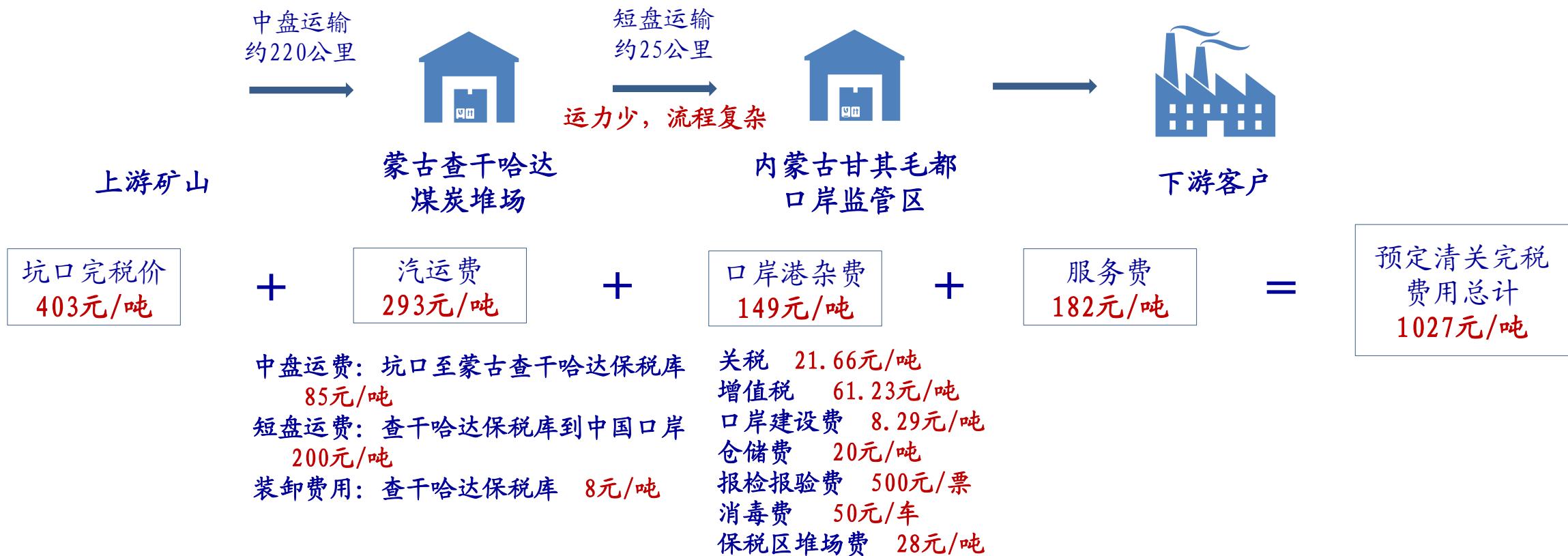
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显



图：BPCM全球物资供应链：蒙古国ETT主焦原煤（5号原煤）运至中国甘其毛都口岸费用构成明细



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

2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显



蒙古是传统的资源型国家，对矿能跨境运输需求较大，而公司在中蒙区域的主要业务正基于此。我们认为，未来公司中蒙业绩的增长将直接受益于矿能运输量的增加。

煤炭

- 限制因素：①疫情扰动影响通车量；②铁路煤炭运力受限
- 关注重点：①中蒙疫情稳定后运输量的恢复；②中蒙铁路开通带来的增量；③中蒙两国在政策上对能源运输及口岸建设的支持

铜精矿

- 合约稳定，需求充足：2020年7月，公司与OYU TOLGOI LLC（以下简称“OT LLC”）签订了2020年至2025年5+2年期的《奥云陶勒盖铜金矿物流服务总承包合同》，合同内容为每年不低于70万吨的铜精粉仓储和研磨球、生石灰、矿山耗材及设备的跨境综合物流服务。
- 供给有望随着OT矿二期扩产同步提升：力拓于2015年签署关于蒙古国奥尤陶勒盖(OT)铜矿二期开发项目的协议，该铜矿将由露天开采拓展到地下矿开采。该项目预计明年年底完工，根据测算，投产以后公司铜精矿运输量预计由原来的80-100万吨，增加至180-300万吨。

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

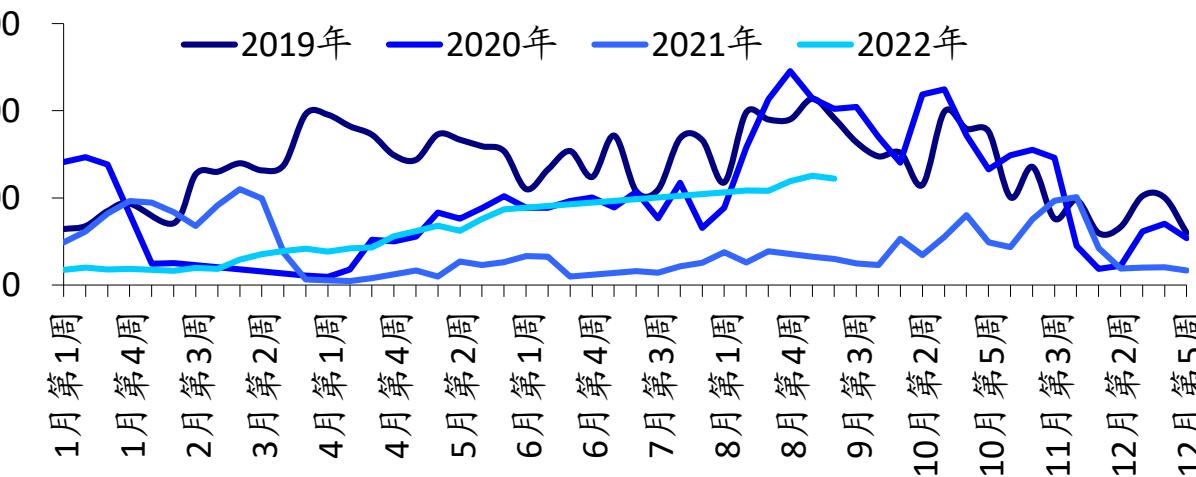
2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

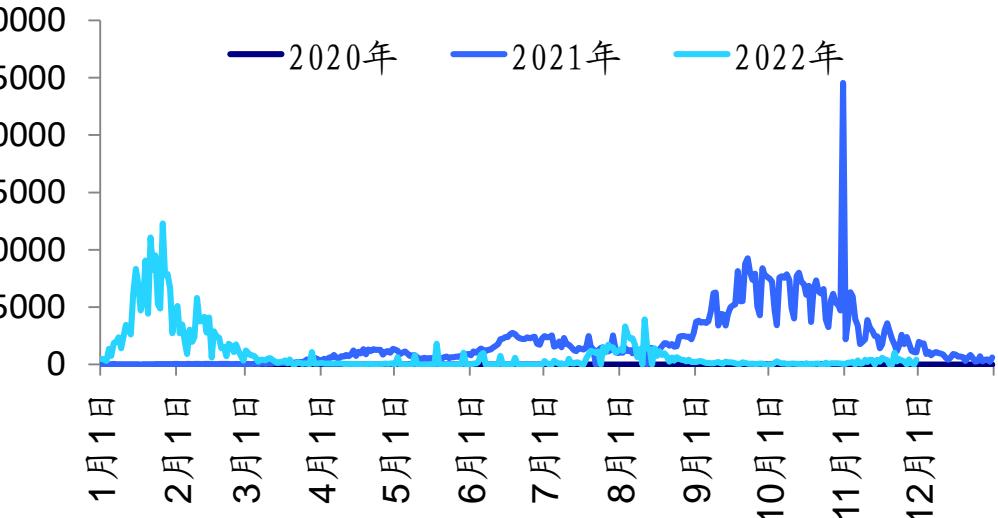
① 疫情下中蒙跨境运输逐步恢复

- 21年蒙煤运输受疫情影响较严重，蒙煤通车量锐减；
- 随着今年以来蒙古疫情缓和，蒙煤通车量直线上升恢复。9月初，中蒙边境嘎顺苏海图-甘其毛都口岸日通关运煤车量数已接近700辆，9月2日通车量达694辆，为自2020年11月以来最高；
- 得益于疫情恢复，以及中蒙陆运口岸有效的跨境运输闭环运营模式，我们预计未来通车量将继续加速修复。

图：蒙煤通车量（车）



图：蒙古新冠肺炎当日新增确诊病例（人）



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

2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

②中蒙铁路开通将为中长期带来的增量

图：中蒙铁路地理位置（包括已建成的和在建的）

塔本陶勒盖-嘎顺苏海图-甘其毛都：
塔本陶勒盖-嘎顺苏海图段已于22年9月通车，**直达TT矿，主要服务于煤炭运输**。嘎顺苏海图—甘其毛都口岸段，铁路交接边境点已于今年2月经中蒙双方确定。



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

2.1 中蒙——行稳致远：

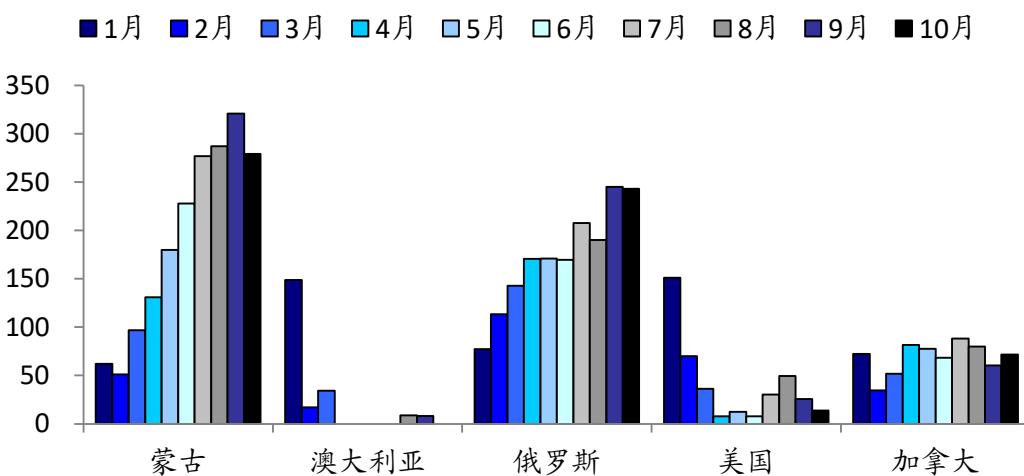
跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显



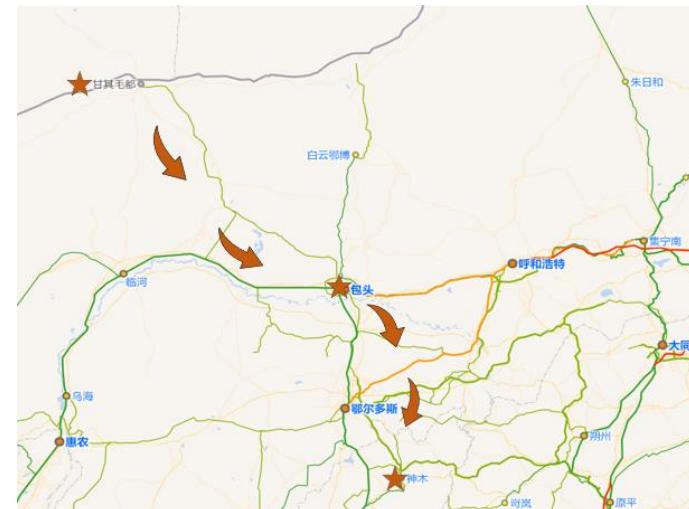
②中蒙铁路开通将为中长期带来增量

- 此前由于铁路资源较少，中蒙煤炭运输量虽大，但主要是通过公路进行运输，运力有限；
- 尤其是塔本陶勒盖煤矿（TT矿）出产的主焦煤，通过公路运输，路线为“TT矿—蒙古查干哈达煤炭堆场—内蒙古甘其毛都口岸”；
- 今年9月蒙古国塔本陶勒盖煤矿至嘎顺苏海图口岸铁路开通，TT矿主焦煤运输方式增加，但至中国端的铁路并未全部修缮，且配套设施仍有待加强，增量需静待明后两年逐步兑现。

图：2022年1-10月中国炼焦煤进口量情况（万吨）



图：中国境内与甘其毛都口岸连接的铁路情况



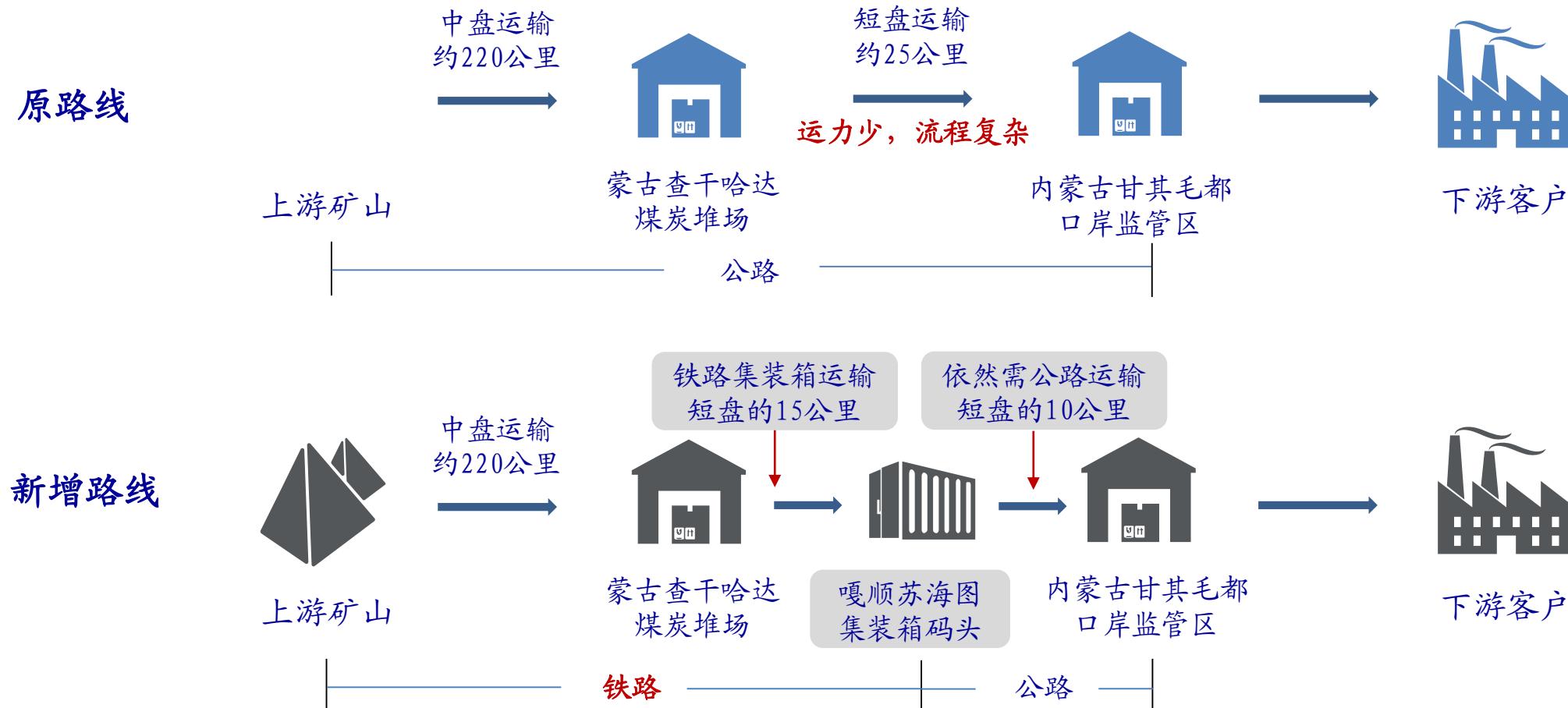
煤炭自甘其毛都口岸进入中国境内后，可继续通过甘泉铁路，将蒙古煤炭资源汇入中国运煤的大动脉——包神铁路。但蒙古端此前一直缺少有效铁路线路对接。

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

2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显

图：塔本陶勒盖-嘎顺苏海图中蒙铁路开通后对运输方式的改变



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.hitisec.com

2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显



③ 中蒙两国务实合作未来可期

- 中蒙两国长期保持睦邻友好关系，近年来在“一带一路”合作大背景下，中蒙双边贸易额更是屡创新高；
- 2021年6月呼日勒苏赫当选蒙古国总统，中蒙两国自去年6月至今已达成多项务实合作，涉及经贸、投资、海关等多个方面；
- 今年11月蒙古国呼日勒苏赫总统任内首次访华，中蒙双方领导人达成共识，明确表示将“支持两国企业签订煤炭中长期贸易协议”，“加快推动中蒙铁路、公路、口岸等基础设施和矿能资源大项目合作”、“积极推进已商定的跨境铁路建设”等；
- 我们认为，中蒙两国作为全面战略伙伴，未来在两国的共同努力下，两国合作势必更进一步，互利共赢，中蒙铁路系统完善以及煤炭运输量提升也将有更加坚实的保障与支持。

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

2.1 中蒙——行稳致远：

跨境多式联运业务模式成熟，主焦煤业务物贸一体化优势明显



表：中蒙高层外交大事件

时间	事件	相关共识与举措
2021.09.16-09.17	上合组织成员国元首理事会期间王毅外长会见蒙古副总理	讨论增加口岸流通、煤炭出口和缓解天津港货物问题
2021.10.12	中国国务院总理李克强同蒙古国总理罗·奥云额尔登举行视频会晤	①中方愿同蒙方加强发展战略对接，拓展重点领域合作，扩大双边贸易，在有效防控疫情前提下便利口岸通关、增加口岸过货量； ②中方乐见两国扩大煤炭贸易规模，实现互利共赢。中方鼓励和支持两国企业按照市场原则和商业规则积极开展合作，以长期合理稳定的价格保证能源供应链通畅安全
2022.02.03-02.08	蒙古国总理罗·奥云额尔登来华出席冬奥会，其间，中蒙两国总理签署《中华人民共和国政府和蒙古国政府联合声明》	①在做好疫情防控基础上，保障两国边境口岸顺畅运行并提高过货能力。加快推进已商定的铁路口岸建设，打造多元化运输通道，助力两国经贸务实合作； ②支持两国企业按照市场原则和商业规则就扩大煤炭等矿产品贸易开展长期稳定合作； ③中方鼓励有实力、有信誉的企业赴蒙投资兴业，参与基础设施、城市建设、矿能能源等项目。蒙方将不断改善营商环境，切实保护中资企业合法权益
2022.08.07-08.08	中国国务院委员兼外长王毅第四次访问蒙古，并与中国国务委员兼外长王毅与蒙古外长巴·巴特策策格举行会谈	双方敲定嘎顺苏海图—甘其毛都口岸铁路连接问题，并就签订关于向中方长期稳定供应煤炭合同达成共识
2022.11.28	习近平主席同蒙古国总统呼日勒苏赫举行会谈，双方发表《中华人民共和国和蒙古国关于新时代推进全面战略伙伴关系的联合声明》	①力争早日将两国贸易额提升至200亿美元，支持两国企业按照市场原则和商业规则扩大煤炭、铁矿石、农产品贸易，支持两国企业签订煤炭中长期贸易协议，推进中蒙二连浩特-扎门乌德经济合作区建设； ②把互联互通和能源领域合作作为中蒙合作的优先方向之一。双方将加快推动中蒙铁路、公路、口岸等基础设施和矿能资源重大项目合作，在清洁能源领域打造示范性项目，全面提升中蒙经贸合作的规模、质量和水平。双方将积极推进已商定的跨境铁路建设，早日开辟互联互通新通道。

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 中非——乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

非洲同样是“一带一路”国际合作的重要组成部分，公司于2018年开始发力非洲内陆国家和地区，以跨境口岸为中枢，优化并复制此前中蒙跨境综合物流的成功模式。

公路与路港方面：

- 2022年上半年公司投资建设的非洲刚果（金）卡松巴莱萨-萨卡尼亚道路与陆港的现代化与改造项目的道路部分试运营；萨卡尼亚陆港也已完成主体工程施工，正式投入试运营。
- 收费公路和路港运营成为公司新的收入增长点，也将为公司提供稳定现金流。

跨境物流方面：

- 2021年中非市场的业务提升迅速，实现48%的营业收入增长和45%的毛利润增长；
- 非洲方面，卡萨道路与陆港项目投入运营将进一步为公司在非洲市场带来影响力；
- 国内方面，公司以上海、天津、青岛港为核心，进一步整合国际海运、空运、陆运物流资源，全面助力中非跨境综合物流业务规模快速增长。

2.2 中非一一乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

图：中非跨境物流案例



非洲跨境运输

线路：中国—坦桑尼亚达累斯萨拉姆—赞比亚—刚果金
运输方式：国际海汽联运
名称：硫酸系统装置

非洲跨境运输

线路：中国—南非德班—津巴布韦—赞比亚—刚果金
运输方式：国际海汽联运
名称：钢材及冶炼厂设备等

非洲跨境运输

线路：中国—纳米比亚鲸湾—赞比亚—刚果金
运输方式：国际海汽联运
名称：焦亚硫酸钠、耗材等



非洲跨境运输

线路：中国—纳米比亚鲸湾—赞比亚—刚果金
运输方式：国际海汽联运
名称：工程车辆



2.2 中非——乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

目前，公司主要为刚果（金）的矿企提供项目设备物资、生产耗材等的运输，且随着刚果（金）各大矿产在建项目陆续完成开始放量，可能将带来更大的物流需求。

物流业务范围

项目设备运输

生产耗材运输

矿产品运输

更多品类物资

自有物流支持

2019年，公司与刚果（金）政府签署《特许授权协议》，建设刚果（金）重要的铜钴矿产区科卢韦齐、卢本巴希地区的进出口通道“卡松巴莱萨-萨卡尼亞道路与陆港的现代化与改造项目”（简称“卡萨项目”），具体项目包括：



卡松巴莱萨-萨卡尼亞路段
150公里公路

4座收费站



萨卡尼亞边境口岸
萨卡尼亞陆港
莫坎博边境口岸



2个现代停车场和1个生活区

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 中非一一乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

图：刚果（金）铜钴成矿带及公司当地物流资产分布



刚果（金）南部地区富含铜钴矿资源；公司物流资产主要位于卡松巴莱萨、莫坎博、萨卡尼亞，均是刚果（金）与赞比亚接壤的南部边境地区。

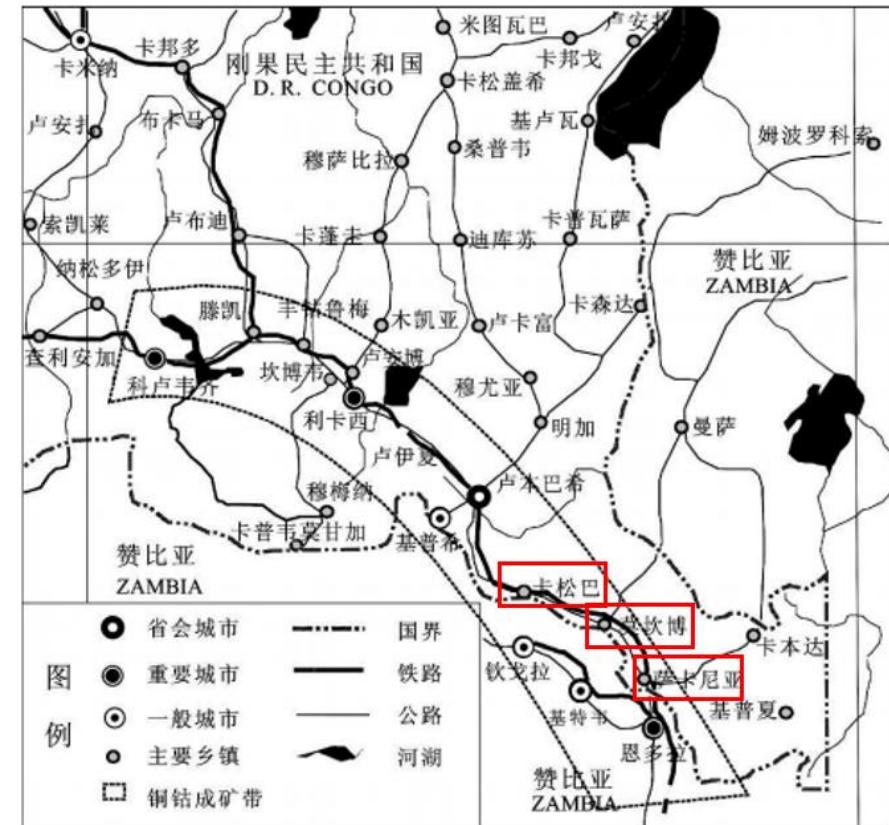


2.3 中非——乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

图：刚果（金）铜矿出口路径 - 以卡莫拉铜矿为例



附：刚果（金）铜钴矿成矿带

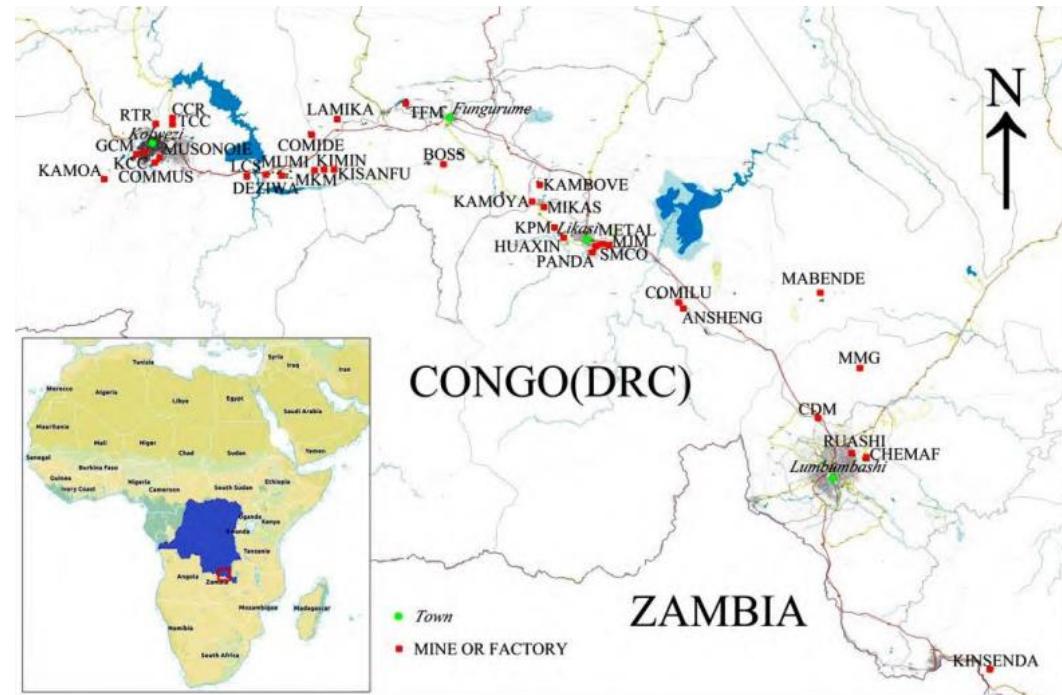


资料来源：《非洲刚果（金）加丹加铜钴成矿带地质构造特征》，刘焕然；Mysteel；谷歌地图；海通国际

2.2 中非——乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

刚果（金）铜、钴等资源储量极为丰富，中非铜钴成矿带是世界上最大的沉积岩层控型铜钴矿床富集区，具有良好开发前景，吸引了较多中外企业在其境内投资生产。据刚果（金）中矿协统计，中资矿业企业在刚果（金）的总投资已超过250亿美元。

图：刚果(金)主要企业分布情况



在刚果（金）经营的中资矿业公司有：
紫金矿业、洛阳钼业、华刚矿业、华友钴业、金川集团、中色国际、盛屯矿业、万宝矿产、腾远矿业等。

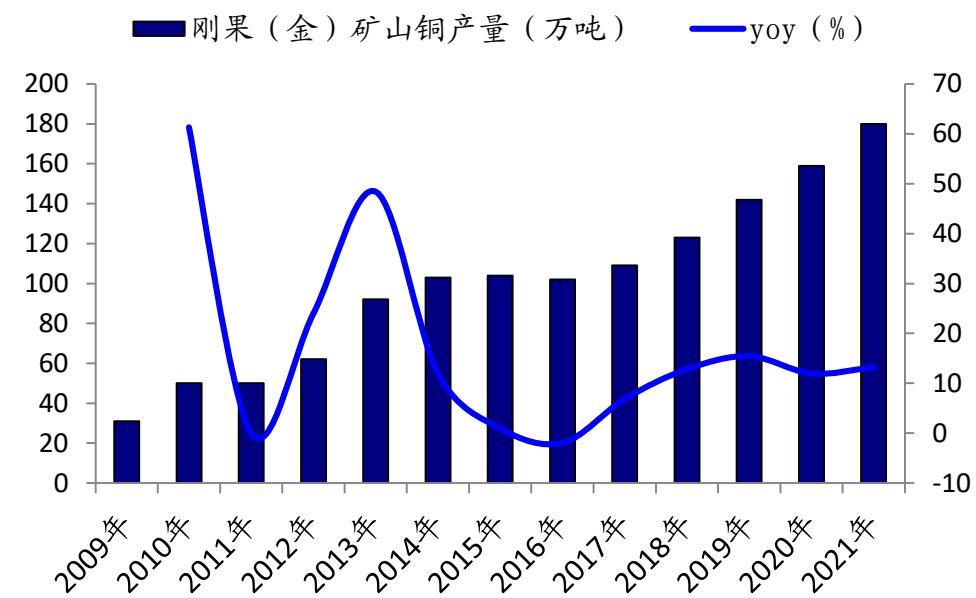
在刚果（金）经营的外资矿业公司有：
嘉能可、欧亚资源和 CHEMAF等。

2.2 中非一一乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

刚果（金）矿产铜项目产量较大，且近年有望放量。

- 2017-2020年，刚果（金）的矿产铜在建主要项目陆续完成。
- 2020年，中资矿业企业在刚果（金）生产铜金属量112万吨，占刚果（金）铜产量的75%以上；钴金属产量5.5万吨，占刚果（金）钴产量的49%左右。
- 根据各中资矿企扩产情况，预计2023年-2024年，刚果（金）中资企业铜产量将超过180万吨/年，钴产量将超过8万吨/年。

图：刚果（金）矿山铜产量情况



资料来源：《中资企业投资刚果（金）铜产业环境分析及建议》，贾芸；刚果（金）中央银行；海通国际

2.2 中非——乘风破浪：陆港服务已运营，铜矿跨境物流前景广阔

相比其他矿产，刚果（金）铜矿体量较大，所以我们重点关注中资矿产企业铜矿项目，且未来3年刚果（金）铜矿有望大幅放量的项目主要有：卡莫阿铜矿、TFM铜钴矿、KFM铜钴矿等。

其中，卡莫阿-卡库拉铜矿是近10年全球发现的规模最大的铜矿，为非洲第一大、全球第四大未开发的高品位铜矿，目前紫金矿业为卡莫阿铜矿的最大权益持有者，合约权益约45%；TFM铜钴矿、KFM铜钴矿同样是刚果（金）重要的铜钴矿，洛阳钼业是其主要管理与运营者。

我们认为随着大型铜矿放量，强劲的流量伴随旺盛的出口需求，一方面将为公司持有的道路、口岸带来丰厚收益，另一方面，公司也可承接一定比例铜矿产品的运输，继续助力中非区域业务效益的提升。

图：卡莫阿铜矿产量预测

(万吨)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
卡莫阿铜矿	4.2	15.3	20.3	22.5	27.0
yoY		264.3%	32.7%	10.8%	20.0%

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

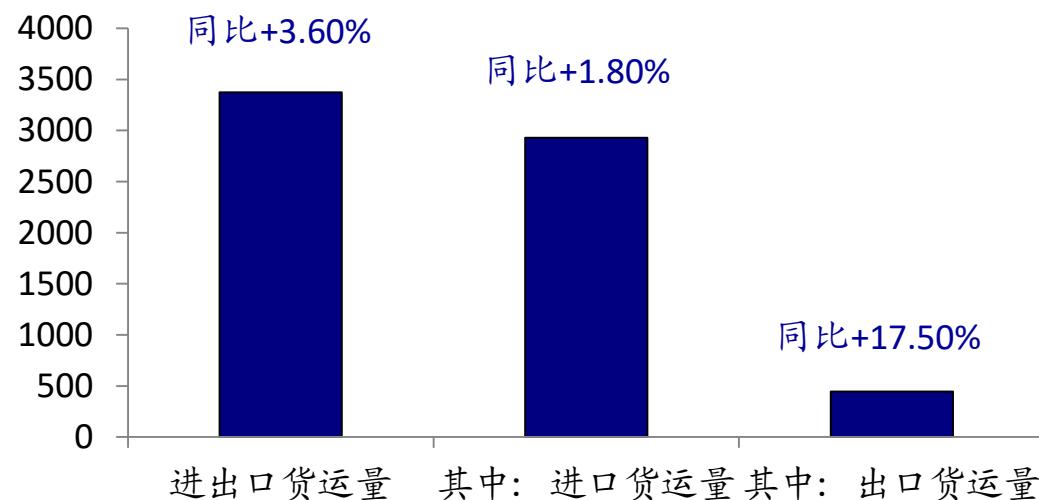
2.3 中亚——厚积薄发：中蒙模式再复制，夯实内功放眼长期

公司独特经营模式在中亚区域再复制。

2022年4月，公司与新疆建设兵团合资建设的霍尔果斯嘉友恒信海关监管场所，突破疫情阻滞通过验收并正式投入运营，其以工程项目设备、冷链货物、百货行货为特色的陆运口岸业务逐步恢复。

霍尔果斯地处欧亚经济板块的中心位置，以霍尔果斯为核心的中亚区国际跨境物流业务是公司近年另一布局方向，旨在打通哈萨克斯坦与周边中亚国家物流供应链环节。我们看好其未来发展，静待疫后业绩释放。

图：2022年1-10月霍尔果斯口岸进出口货运量



图：霍尔果斯口岸地理位置情况



3. 盈利预测

业绩测算：主焦煤供应链业务

供给端：

- 短期看，新开铁路对主焦煤通关量影响有限。目前新开通的中蒙铁路（塔本陶勒盖-嘎顺苏海图）主要与公路运输的中盘路线重合，未来中盘运输量将大大增加。但由于短盘运输段还未连通铁路，且短盘运输涉及中蒙通关，对车辆资质、通关流程均有要求，一定程度上限制了通关效率，使得当下运输量仍较为有限。
- 此外，随着目前疫情减退，甘其毛都口岸通车量已逐渐恢复，短盘运价逐渐回归正常水平，但由于短盘段运力依然有限，因此公司仍可享受短盘运输较高毛利带来的红利。
- 中长期铁路将带来运量的大幅增长。运输量方面，中长期中蒙铁路的全程贯通，将有力促进运量的增长。利润方面，一方面，虽然公路仍会作为运输通道的一种，但短盘运费将有所下降，削弱一部分运费带来的利润。另一方面，随着公司供应链服务的不断深入，客户粘性和公司的议价能力也将同步提升，可平滑一部分短盘运费下降带来的毛利下降，同时运量的大幅增长也将带动收入利润双增。

需求端：

- 公司锁定用户，与国内多个焦化厂和钢厂等签署有长期销售合同；
- 中蒙两国近年合作意向频频，政策加持下，煤炭中长期贸易协议有望进一步增加。

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. 盈利预测

业绩测算：主焦煤供应链业务

核心假设：①随着疫情缓解及铁路开通，运输、通关效率将逐步提高，假设甘其毛都口岸22/23/24年主焦煤进口量为1500/2300/3300万吨；

②基于公司良好的业务能力，我们预计公司近三年主焦煤运输量占甘其毛都总运输总量将稳中有升，假设22/23/24年占比为8%/13%/14%；

③由于21年、22年受疫情影响，短盘运价上涨较多，单吨毛利提升也较多，但随着疫情缓和，短盘运价预计逐步恢复正常化，假设22/23/24年单吨毛利分别为324/183/166元/吨。

	2021	2022E	2023E	2024E
主焦煤贸易收入 (百万元)	802	2000	4087	5696
yoy		149.38%	104.33%	39.37%
毛利 (百万元)	170	389	547	767
毛利率	21.24%	19.44%	13.39%	13.46%
甘其毛都主焦煤运输量 (万吨)	696	1500	2300	3300
公司运输量 (万吨)	70	120	299	462
公司运输量占比	10.06%	8%	13%	14%
单吨收入 (元/吨)	1146	1667	1367	1233
单吨毛利 (元/吨)	243	324	183	166

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. 盈利预测

业绩测算：跨境多式联运综合物流服务

核心假设：

①跨境多式联运综合物流服务收入主要来自于多式联运部分和仓储部分，多式联运部分可分为中蒙集群业务、中亚集群业务、中非（海运）集群业务，以及工程项目物流业务；

②收入方面，21年中蒙业务约占比45%，中非业务约占比30%，工程项目物流业务约占比10%。毛利方面，跨境多式联运综合物流业务模式较为成熟，毛利率相对稳定。多式联运业务除了中非集群涉及长途海运，毛利率相对较低，在15%左右，其他则稳定在30%左右；仓储业务由于物流资产的稀缺性、独特性，毛利率较高且稳定在75%左右。

③中蒙集群：跨境多式联运业务由于21年基数较低，22年随着疫情减退，相较21年收入提升较多，后面渐趋于稳定，因此我们假设该板块22/23/24年收入增长率分别为40%、3%、8%。

④中非集群：参考中蒙业务结构，并结合公司在刚果（金）物流资产情况，以及当地矿产近年生产情况，我们假设该板块22/23/24年收入增长率分别为50%、40%、15%。

⑤中亚集群：由于公司位于霍尔果斯的海关监管场今年刚投入运营，且碍于近期中亚疫情严重，业务进展暂时阻力较大，随着明年疫情缓解，公司业务合同量将取得突破，因此我们假设该板块22/23/24年收入增长率分别为30%、300%、40%。

⑥工程项目物流：根据合同情况，我们假设该板块22/23/24年收入增长率分别为15%、15%、15%。

⑦随着未来煤炭通关量的增加，对仓储业务有正向促进作用，我们假设仓储业务22/23/24年收入增长率分别为10%/30%/10%。

3. 盈利预测

业绩测算：跨境多式联运综合物流服务

	2021	2022E	2023E	2024E
跨境综合物流收入 (百万元)	1204	1644	2058	2336
yoy		36. 55%	25. 19%	13. 47%
毛利 (百万元)	313	482	594	669
毛利率	26. 01%	29. 29%	28. 86%	28. 64%
多式联运：中蒙集群-收入汇总 (百万元)	530	742	764	825
yoy		40. 00%	3. 00%	8. 00%
毛利(百万元)	167	223	229	248
毛利率	31. 51%	30. 00%	30. 00%	30. 00%
多式联运：中亚集群-收入汇总 (百万元)	25	33	130	182
yoy		30. 00%	300. 00%	40. 00%
毛利(百万元)	8	10	39	55
毛利率	30. 40%	30. 00%	30. 00%	30. 00%
多式联运：中非（海运）集群-收入 (百万元)	373	560	783	901
yoy		50. 00%	40. 00%	15. 00%
毛利(百万元)	56	84	117	135
毛利率	15. 01%	15. 00%	15. 00%	15. 00%
多式联运：工程项目物流-收入 (百万元)	130	150	172	198
yoy		15. 00%	15. 00%	15. 00%
毛利(百万元)	36	45	52	59
毛利率	27. 69%	30. 00%	30. 00%	30. 00%
仓储收入 (百万元)	146	161	209	230
yoy		10. 00%	30. 00%	10. 00%
毛利(百万元)	107	120	157	172
毛利率	73. 29%	75. 00%	75. 00%	75. 00%

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. 盈利预测

业绩测算：中非-公路口岸收费

核心假设：

①根据目前运营情况，公路单车收费约100美元/车，口岸收费100-150美元/车，22年主要以公路收费为主，23年、24年包括公路和口岸收费；②根据当前路况，日均车流量大概400-500辆/天，考虑到目前尚处于爬坡期，未来车流量还有提升空间，我们假设日均车流量22/23/24年为400/550/650辆/天；③公路和口岸为重要物流通道，收费有优势，毛利率较高，假设毛利率稳定在60%；④基于美元兑人民币汇率：1美元=7.11人民币。

	2021	2022E	2023E	2024E
中非公路路港收入 (百万元)		104	357	422
毛利 (百万元)		62	214	253
毛利率		60.00%	60.00%	60.00%
全年车流量		146000	200750	237250
单车收费(美元/车)		100	250	250

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. 盈利预测与投资评级

表：公司营业收入分项预测表

		2021	2022E	2023E	2024E
总收入及成本	营业收入 (百万元) yoy	3,888	4,750	7,304	8,856
	综合毛利 (百万元)	490	935	1,358	1,691
	综合毛利率	13%	20%	19%	19%
	供应链贸易收入 (百万元) yoy	1,938	2,500	4,487	6,096
供应链贸易	主焦煤贸易收入 (百万元) yoy	802	2,000	4,087	5,696
	毛利 (百万元)	170	389	547	767
	毛利率	21%	19%	13%	13%
	非主焦煤贸易收入 (百万元) yoy	1111	500	400	400
跨境多式联运综合物流	毛利润率	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
	跨境多式联运综合物流收入 (百万元) yoy	1,204	1,644	2,058	2,336
	毛利率	26%	29%	29%	29%
	中非公路路港收入 (百万元) yoy		104	357	422
中非公路路港	毛利率		60%	60%	60%
	PPP项目合同收入 (百万元) 毛利率	744	500	400	0
其他	其他业务收入 (百万元)	2	2	2	2
	毛利率	96%	96%	96%	96%

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. 盈利预测与投资评级

表：公司盈利预测表

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,888	4,750	7,304	8,856
同比增长 (%)	18.5%	22.2%	53.8%	21.2%
营业成本 (百万元)	3,398	3,815	5,947	7,164
毛利率 (%)	12.6%	19.7%	18.6%	19.1%
利润总额 (百万元)	408	750	974	1,268
同比增长 (%)	-1.0%	83.5%	30.0%	30.1%
所得税费用 (百万元)	66	127	166	216
有效所得税率 (%)	16.2%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润 (百万元)	342	622	809	1,053
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	343	622	808	1,052
同比增长 (%)	-4.8%	81.4%	30.0%	30.2%
摊薄每股收益 (元)	0.69	1.24	1.62	2.10

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. 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6.22、8.08和10.52亿元，对应EPS分别为1.24、1.62和2.10元/股。考虑到公司持续拓展不同地区新业务，业绩处于快速提升期，给予公司一定的估值溢价。基于2023年20倍PE，对应目标价32.4元，首次覆盖给予“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)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600603.CH	广汇物流	8.39	0.46	0.62	0.87	8.71	13.49	9.64
002352.CH	顺丰控股	57.05	0.87	1.35	1.87	79.21	42.16	30.53
603128.CH	华贸物流	12.43	0.64	0.77	0.93	21.41	16.13	13.40
均值			0.66	0.91	1.22	36.44	23.93	17.86

资料来源：对应股价为2022年12月6日收盘价，每股收益均为wind一致预期，海通国际

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. 财务报表分析和预测

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,169	1,493	1,536	1,664	营业收入	3,888	4,750	7,304	8,856	净利润	343	622	808	1,052
应收账款及应收票据	164	247	381	370	营业成本	3,398	3,815	5,947	7,164	少数股东损益	0	0	0	0
存货	191	233	362	434	毛利率%	12.6%	19.7%	18.6%	19.1%	非现金支出	42	96	134	245
其它流动资产	898	1,241	1,923	2,292	营业税金及附加	13	31	47	58	非经营收益	-6	-9	-9	-8
流动资产合计	2,422	3,215	4,203	4,761	营业税金率%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	营运资金变动	-704	170	-201	329
长期股权投资	16	16	16	16	营业费用	6	29	61	62	经营活动现金流	-325	879	733	1,618
固定资产	594	854	1,226	2,287	营业费用率%	0.2%	0.6%	0.8%	0.7%	资产	-464	-550	-700	-1,500
在建工程	132	132	132	132	管理费用	52	133	259	283	投资	-42	5	2	1
无形资产	1,079	1,274	1,469	1,664	管理费用率%	1.3%	2.8%	3.5%	3.2%	其他	19	10	9	9
非流动资产合计	2,134	2,585	3,150	4,405	EBIT	415	735	970	1,263	投资活动现金流	-487	-536	-689	-1,491
资产总计	4,556	5,800	7,353	9,166	财务费用	12	-9	3	2	债权募资	0	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	财务费用率%	0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	股权募资	578	-19	0	0
应付票据及应付账款	515	803	1,147	1,684	资产减值损失	0	0	0	0	其他	-222	42	0	0
预收账款	0	0	0	0	投资收益	5	10	9	9	融资活动现金流	356	27	5	5
其它流动负债	421	774	1,174	1,397	营业利润	408	750	975	1,268	现金净流量	-460	365	43	127
流动负债合计	936	1,576	2,320	3,081	营业外收支	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0	利润总额	408	750	974	1,268					
其它长期负债	693	698	702	707	EBITDA	456	829	1,103	1,507					
非流动负债合计	693	698	702	707	所得税	66	127	166	216					
负债总计	1,629	2,274	3,023	3,789	有效所得税率%	16.2%	17.0%	17.0%	17.0%					
实收资本	317	443	443	443	少数股东损益	0	0	0	0					
归属于母公司所有者权益	2,857	3,456	4,259	5,306	归属母公司所有者净利润	343	622	808	1,052					
少数股东权益	70	70	71	71										
负债和所有者权益合计	4,556	5,800	7,353	9,166										

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. 风险提示

1. 疫情恢复不及预期
2. 行业政策发生变动
3. 地缘政治风险
4. 汇率波动风险

Summary

1. The company has been laying out core logistics assets of land transportation and building a leading enterprise of cross-border comprehensive logistics.
2. By strong replication of business, the company's cross-border landscape is expanding.
 - China-Mongolia: the way of cross-border transport is mature between China and Mongolia, and its business of coking coal connects logistics and trade has obvious advantages. We think that with the weakening of the epidemic and the opening of the railway, the company's business between China and Mongolia will be improved.
 - China-Africa: the inland port service has been operated, and the prospect of copper cross-border logistics is broad. We believe that the business market of this segment is large, and the company has already laid out key logistics assets, which has great advantages.
 - China-Central Asia: the business between China and Central Asia area reproduced the China-Mongolia model, and we are optimistic about the improvement of business after the recovery of the epidemic of this segment.
3. Earnings and valuation: we expect the company's net profit in FY22-24E to be Rmb0.622, 0.808, 1.052bn and EPS to be Rmb1.24, 1.62, 2.10, respectively. We assigned FY23PE of 20x and derive the target price of Rmb32.4. We initiate the coverage with Outperform rating.
4. Risk Warning: uncertainty of COVID-19, change of industry policies, geopolitical risk, exchange rate fluctuation risk, etc

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，虞楠，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, Nan Yu, 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603799.CH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 603799.CH 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 603799.CH 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.

603993.CH 及 603799.CH目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

603993.CH and 603799.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

603993.CH 及 600711.CH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。

603993.CH and 600711.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

APPENDIX 2



福建马坑矿业股份有限公司 及 四川四环锌锗科技有限公司目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

福建马坑矿业股份有限公司 and 四川四环锌锗科技有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从603799.CH获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 603799.CH.

海通在过去的12个月中从福建马坑矿业股份有限公司 及 四川四环锌锗科技有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 福建马坑矿业股份有限公司 and 四川四环锌锗科技有限公司.

海通担任601899.CH 及 603993.CH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 601899.CH and 603993.CH.

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.

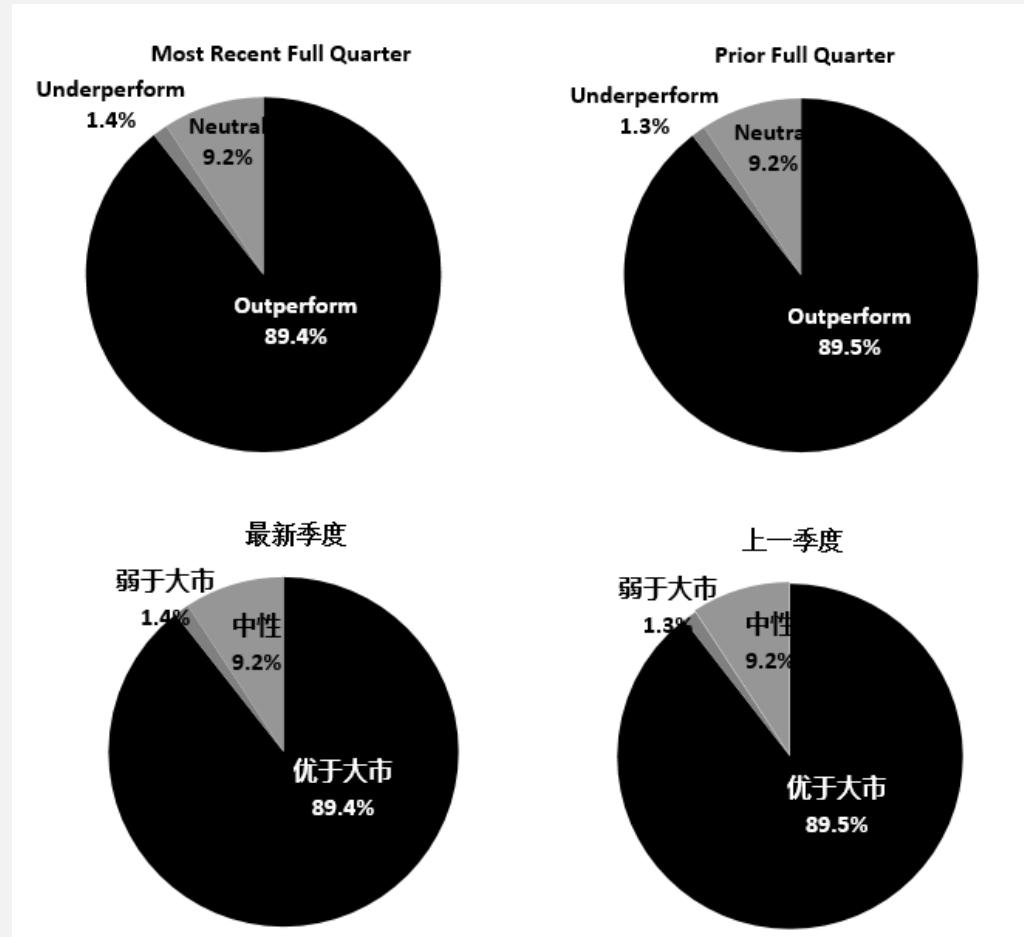
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

APPENDIX 2

评级分布 Rating Distribution



APPENDIX 2



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.

APPENDIX 2



MSCI ESG评级免责声明条款: 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、HTISCL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。

APPENDIX 2



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.

APPENDIX 2



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:

APPENDIX 2



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、广告或公开发行。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

APPENDIX 2



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。

APPENDIX 2



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:

APPENDIX 2



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.hjisec.com/x/legal.html>