

海南机场 Hainan Airport (600515 CH)

首次覆盖：重新上路再起航，看好免税业务带来高增长

Start Again, Positive with the Growth Driven by Tax-free Business: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb4.76
目标价	Rmb5.45
市值	Rmb65.09bn / US\$9.70bn
日交易额(3个月均值)	US\$73.06mn
发行股票数目	11,425mn
自由流通股(%)	42%
1年股价最高最低值	Rmb5.18-Rmb3.00

注：现价 Rmb4.76 为 2023 年 1 月 13 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-6.3%	18.7%	14.1%
绝对值(美元)	-2.5%	27.2%	8.2%
相对 MSCI China	-18.4%	-16.5%	29.9%

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	4,525	4,351	5,809	6,480
(+/-)	-28%	-4%	34%	12%
净利润	463	1,715	1,075	1,444
(+/-)	106%	270%	-37%	34%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.04	0.15	0.09	0.13
毛利率	34.9%	31.6%	41.0%	42.6%
净资产收益率	2.4%	8.2%	4.9%	6.1%
市盈率	117	32	51	38

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

重整完成，全新启航；一主两翼双引擎，业务多元发展。2021 年底公司与母公司海航集团破产重整完成，公司现控股股东变更为海南省发展控股有限公司，正式被纳入海南国资体系。重整后，公司经营战略调整优化；紧抓自贸港建设机遇，做强做优做大“一主两翼”产业布局，以机场主业为驱动引擎，发展好免税商业地产、物业酒店服务侧翼辅助，打造专业化、市场化的省属新型机场管理集团。未来乘“海岛发展之风”公司有望快速发展。

机场业务：核心主力，巩固公司发展之基。公司通过控股、参股及管理输出机场 11 家，2021 年机场业务实现营业收入 15.81 亿元，占总收入的 34.93%，是公司主要收入来源；其中三亚凤凰机场营收 14.5 亿（公司对三亚凤凰机场直接及间接共计持股 71.36%）。我们分析后疫情时代，机场流量有望快速恢复推动机场业务收入的回升；此外公司还将致力于提升非航收入占比，打造 SKYTRAX 星级机场群，我们看好长期机场盈利能力持续优化。

免税业务：富有潜力，保障公司发展可持续。近年来离岛免税政策不断放开，海南全岛离岛免税店数量已由 2020 年的 4 家，增长至现在的 10 家，2021 年海南离岛免税店销售额更是突破 600 亿元，同比增速达到 84%；随着自贸港建设推进，全岛免税业务增长可期。公司一方面参股机场免税店业务，获取投资收益，另一方面公司自持多项免税商业地产获取超额租金收益。

地产业务：逐渐退出传统地产，利用既有优势加速战略转型。物业务：协同发展，为大力开拓免税业务提供助力。公司不仅针对存量的传统房地产继续去化，而且紧抓空港经济发展之机遇，利用地产业务的优势资源与核心能力，助力海南自由贸易港及临空产业园项目开发建设。物业收入占比较小，未来重点以机场临空产业园、政府企事业单位、住宅商业写字楼为核心拓展目标。

主要盈利预测及假设：我们假设 23-24 年疫情影响渐趋减弱，海岛客流增速回归正常，后期规划免税商铺如期开业。2022E~2024E，测算机场业务增速各为 -25.5%/79.6%/8.6%；免税及商业业务增速各为 0.03%/51.4%/26.0%；考虑地产业务逐步去化，在未来收入增速相对稳定的情况下，地产业务收入增速三年各为 10%/10%/10%；物业管理业务收入增速三年各为 12%/10%/10%，总营收三年收入增速各为 -3.8%/33.5%/11.6%，各项业务毛利率相对稳定；归母净利润各为 17.1/10.8/14.4 亿元（22 年有资产处置的一次性收益）。我们采用分部估值法根据公司 24 年收入测算合理市值为 623 亿，目标价 5.45 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下滑、免税销售不及预期、政策变动

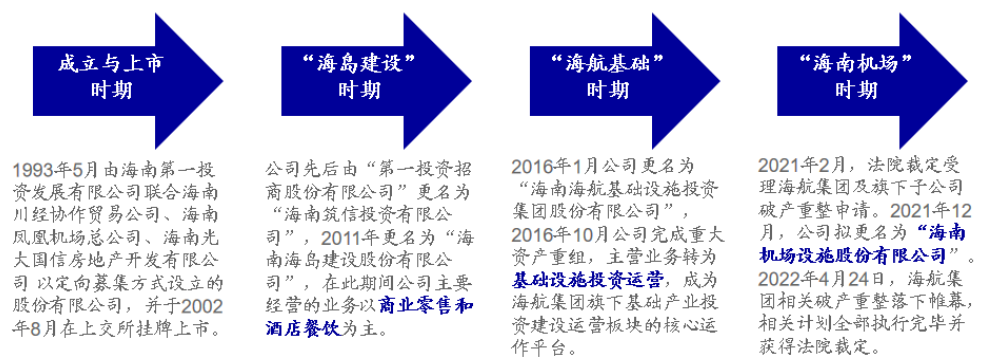
1. 公司概况：重整完成，崭新起点再起航

1.1 公司成立，重整前发展概况

海南机场设施股份有限公司（600515）成立于1993年5月12日，于2002年8月6日在上交所挂牌上市，主业由商业零售、酒店餐饮转为基础设施投资运营。2021年公司与母公司海航集团一并进行破产重整，重组后的主业围绕机场、免税展开，包含地产、物业、酒店等。

图1 公司发展历程

图：公司发展历程

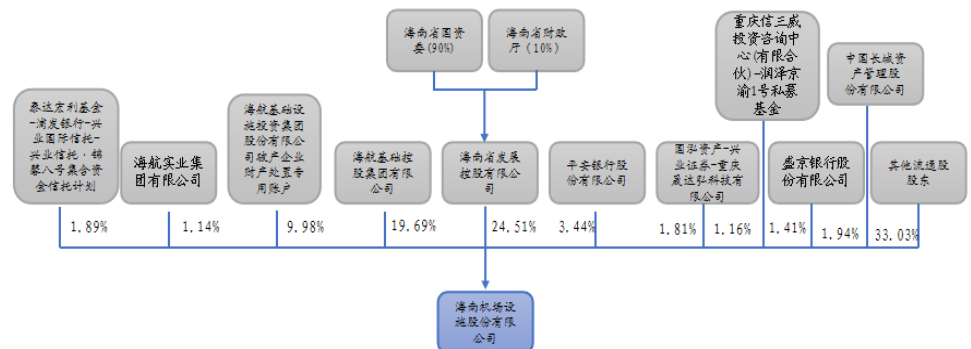


资料来源：第一投资招商股份有限公司 2007 年年报，海岛建设 2011 年-2012 年年报，海航基础 2015、2021 年年报等，HTI

1.2 资产重组，调整股权结构

2021 年公司与母公司海航集团一并进行破产重整，目前相关程序已执行完毕，公司现控股股东变更为海南省发展控股有限公司，公司也正式被纳入海南国资体系。

图2 公司股权架构图（截至 2022Q3）



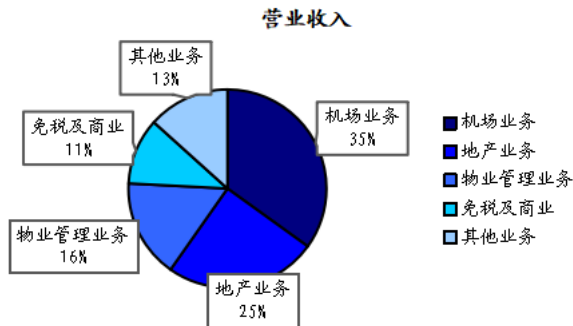
资料来源：公司 2022 年三季度报，HTI

1.3 重新启航，优化发展战略

历经多年发展与沉淀，目前公司业务涵盖丰富，主要包括机场业务、免税及商业业务、地产业务、物业业务、酒店业务、临空业务等，业务结构正逐步从传统房地产行业向临空产业开发战略转型。

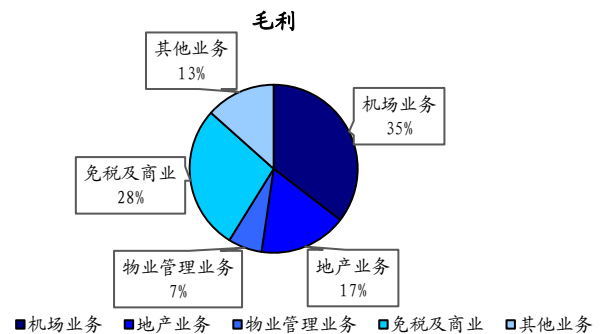
2021 年公司共实现收入 45.25 亿元，整体毛利率 34.9%，其中，机场业务是公司最主要的收入来源，免税及商业业务则作为高毛利板块，有效推升公司盈利能力。

图3 2021 年公司收入组成



资料来源：海南机场 2021 年年度报告，HTI

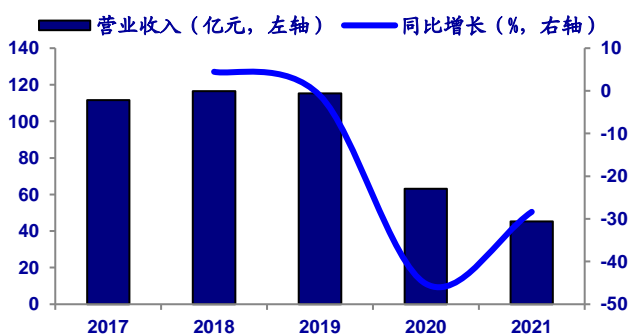
图4 2021 年公司毛利组成



资料来源：海南机场 2021 年年度报告，HTI

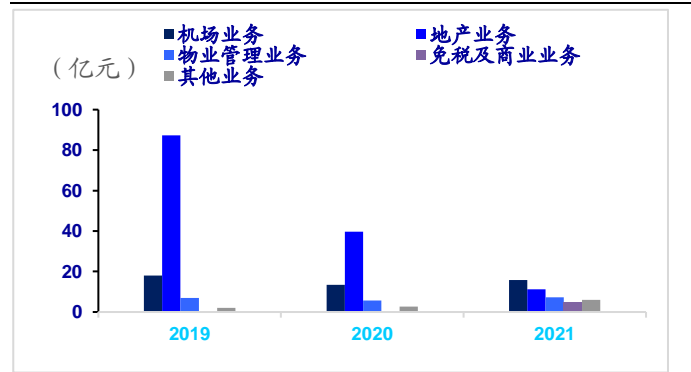
2020 年以来，受新冠疫情以及破产重组影响，公司收入下降幅度较大，其中 20 年地产业务、机场业务、物业管理业务收入分别较 19 年下滑 54.6/25.4/17.6%，21 年机场业务和物业管理业务较上年均有所恢复，收入下降主要系地产业务收入规模持续缩减。

图5 公司收入增长情况



资料来源：Wind，HTI

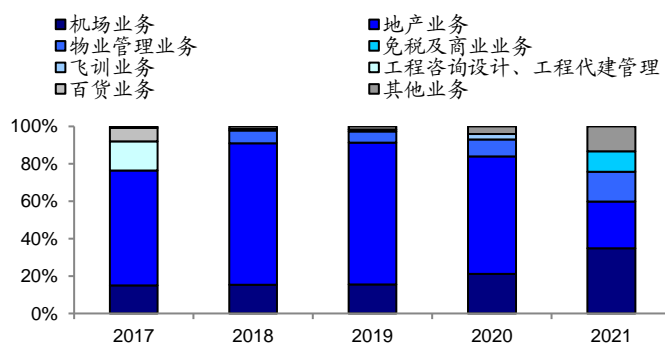
图6 公司各业务收入对比



资料来源：Wind，HTI

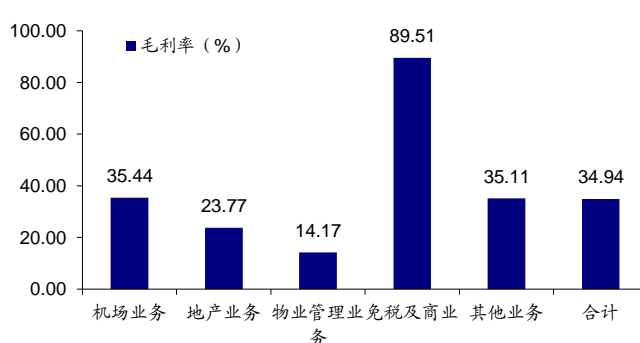
随着业务结构转型，近年公司机场业务占总收入比不断提高，并新增免税商业业务，两者占比分别由 20 年的 21.2%/0% 提升至 21 年的 34.9%/10.84%，地产项目占比由 20 年的 62.8% 下降至 21 年的 24.8%。随着业务转型，我们预计低毛利率的地产业务规模或将持续缩减，高毛利率的免税及商业、机场业务规模或将持续增长。

图7 公司收入结构



资料来源: Wind, HTI

图8 公司 2021 年子业务毛利率

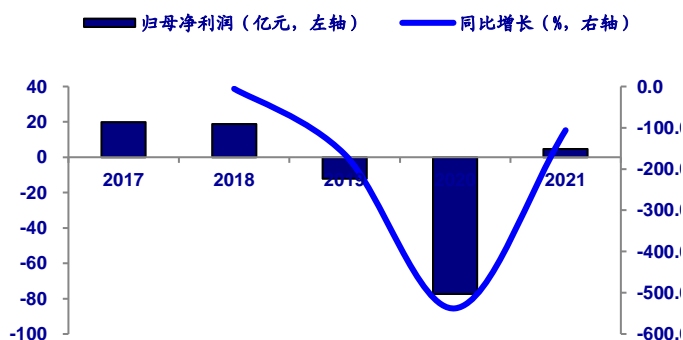


资料来源: Wind, HTI

21 年公司归母净利润 4.63 亿，由亏转盈，同比提升 105.97%，我们推断主因破产重组期间暂停重整企业计息，财务费用大幅减少，信用减值损失过去两年计提完毕大幅削减；而公司参与的联营及合营的免税企业贡献大量的投资收益。

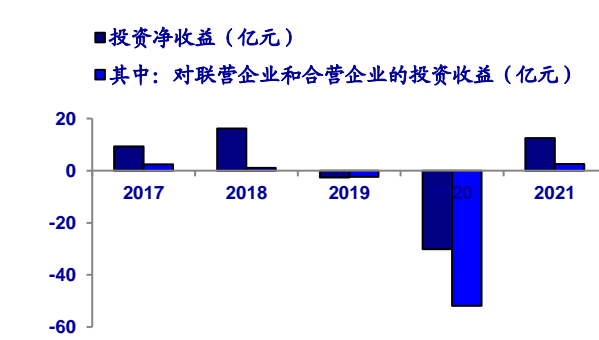
21 年投资净收益提升显著，其中联营企业和合营企业的投资收益里，来自于公司参股投资的免税业务，贡献了主要正向投资收益，共计 3.05 亿元，占 21 年投资净收益的 24.3%，此外债务重组产生大额投资收益。

图9 公司归母净利润增长情况



资料来源: Wind, HTI

图10 对联营企业和合营企业的投资收益



资料来源: Wind, HTI

随着破产重组的完成，公司正式踏向全新征程。以“一主两翼”为方向，致力于打造以机场为主业，协同免税商业地产和物业酒店等业务共同发展的新格局。总体来看，“一主两翼”业态格局主要包括：

- 以机场主业为驱动引擎，把握自贸港建设机遇，做优做强自身主业；
- 发展好免税商业地产之“翼”，打造多元化消费场景，并提供基础设施建设支持；
- 发展好物业酒店服务之“翼”，提供高附加值物业服务和高品质住宿服务支持，为海南自贸港发展新格局提供综合性的空港服务保障。

2 业务结构：“一主两翼”确立方向，多元业务协同发展

2.1 机场业务：行业领先，稳健发展

公司致力于成为行业内领先的机场运营管理服务商。目前公司通过控股、参股及管理输出机场 11 家，其中控股 7 家、参股 2 家、管理 2 家。2021 年机场业务实现营业收入 15.81 亿元，占总收入的 34.93%，是公司主要收入来源，也是“一主两翼”下公司未来重点发展方向之一。

表 1 2021 年生产数据

	起降架次 (万架次)	旅客吞吐量 (万人次)	吞吐量占比	客运量排名
三亚凤凰机场* (直接及间接共计持股 71.36%)	11.61	1663.00	85.72%	19
宜昌三峡机场	8.38	220.15		57
琼海博鳌机场*	1.70	70.26	3.62%	111
东营胜利机场	3.16	68.22		112
潍坊南苑机场*	0.87	68.01	3.51%	113
安庆天柱山机场*	0.72	59.65	3.07%	121
唐山三女河机场*	0.46	39.44	2.03%	146
满洲里西郊机场*	0.28	24.60	1.27%	175
营口兰旗机场*	0.19	15.15	0.78%	200
松原查干湖机场	8.12	5.28		227
三沙永兴机场	0.05	3.64		235

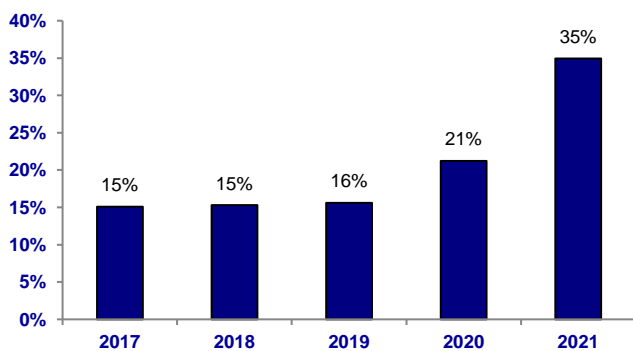
注：1) *代表公司控股；2) 公司通过子公司参股宜昌三峡和东营胜利机场；

3) 公司管理输出松原查干湖和三沙永兴机场。

资料来源：民航局 2021 年全国民用运输机场吞吐量排名，HTI

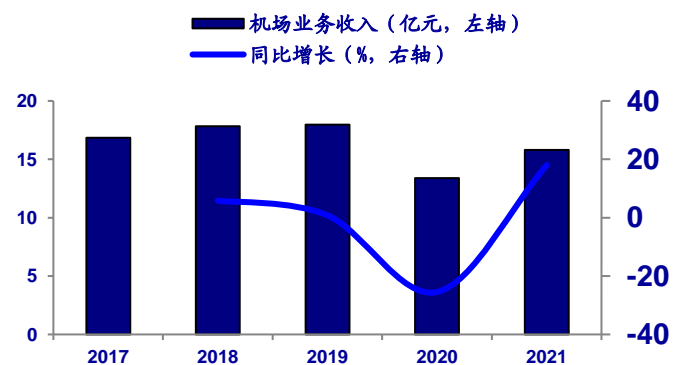
随着疫情渐趋得控，机场流量有望快速恢复推动机场业务收入的回升；此外公司还将致力于提升非航收入占比，打造 SKYTRAX 星级机场群，三亚凤凰机场扩建后的免税收入有望持续提升，我们看好长期机场盈利能力的持续优化。

图 11 机场业务收入占总收入比情况



资料来源：Wind, HTI

图 12 机场业务收入增长情况



资料来源：Wind, HTI

注：2020 年机场业务收入下降主因宜昌三峡机场二期建设增资扩股后公司持股比例下降，2020 年 6 月出表。

2.2 免税业务：抓住机遇，发挥优势

2.2.1 免税及商业业务

公司依托海南自贸港发展契机，结合自身物业资源优势，通过参股投资、自持物业提供场地租赁形式参与免税商业业务。公司该业务板块 21 年实现营业收入 4.90 亿元，毛利率高达 89.5%，此外，公司还通过参股投资免税业务取得投资收益 3.05 亿元。

表 2 公司参与免税商业业务方式

参与业务	参与方式 (收租金+投资收益)
中免凤凰机场免税店	参股 (49%) + 自持物业
海口美兰机场免税店、海南海航中免	参股 (49%、50%)
中免海口日月广场免税店、海控全球精品 (海口) 免税城	自持物业
三亚凤凰机场免税提货点、琼海博鳌机场免税提货点、海口日月广场返岛提货点	提供免税提货点场地租赁

资料来源：公司 2021 年年报，HTI

2.2.2 中免凤凰机场免税店

中免凤凰机场免税店于 2020 年 12 月开业，公司参股 49%，与中国旅游集团中免股份有限公司联合经营，物业自持。

表 3 中免凤凰机场免税店基本信息

类别	信息
开业时间	2020.12.30
门店牌照	离岛免税品经营资质
经营主体	中国旅游集团中免股份有限公司
经营面积	规划免税店经营面积约 6800 m ² ，其中一期已开业经营面积约 800 m ² ，未来拟新增开业二期法式花园免税综合体约 5000 m ² 、三期免税店约 1000 m ² (数据截至 2021 年末)
经营品类	经营品类以香水化妆品、酒水、手表配饰、电子产品及食品为主，涵盖 100 余个国际知名品牌

资料来源：公司 2021 年年度报告，中免集团公众号，HTI

图 13 凤凰机场免税店门店



资料来源：中国民航网，HTI

2.2.3 海口美兰机场免税店

海口美兰机场免税店于 2011 年 12 月开业，公司参股 49%，与中国旅游集团中免股份有限公司联合经营。

表 4 海口美兰机场免税店

类别	信息
开业时间	2011.12.21
门店牌照	离岛免税品经营资质
经营主体	中国旅游集团中免股份有限公司
经营面积	T1 航站楼免税店经营面积 8631 m ² 、T2 航站楼免税店经营面积 9313 m ² ，二者合计经营面积为 17944 m ²
经营品类	经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖 300 余个国际知名高端品牌

资料来源：公司 2021 年年度报告，HTI

图 14 美兰机场免税店门店



资料来源：中免集团官网，HTI

2.2.4 海南海航中免免税品有限公司

海南海航中免免税品有限公司于 2004 年 10 月成立，由海航集团下属单位海南海岛商业管理有限公司与中免集团共同投资组建合营，其中海南海岛商业管理有限公司参股 50%。公司总部设在海口市。基本情况如下：

- 经营情况：拥有海口美兰国际机场、三亚凤凰国际机场的 2 家机场口岸免税店和 7 家机上免税店，覆盖国际航线 67 条
- 门店牌照：口岸免税品经营资质
- 目前状态：因新冠肺炎疫情影响自 2020 年 2 月闭店至今，目前转型开展 cdf 会员购等线上业务，后续视疫情情况继续推进口岸免税业务

2.2.5 中免海口日月广场免税店

中免海口日月广场免税店于2019年1月开业，由公司自持物业。基本信息如下：

表5 中免海口日月广场免税店基本信息

类别	信息
开业时间	2019.1.19
门店牌照	离岛免税品经营资质
经营主体	中免集团（海免）
经营面积	19505 m ²
经营品类	经营国家批准的45类免税商品，涵盖600余个国际知名高端品牌

资料来源：公司2022半年报，中免集团官网，中新网海南，HTI

图15 中免海口日月广场免税店门店



资料来源：cdf海南免税官方商城，HTI

2.2.6 中海控全球精品（海口）免税城

海控全球精品（海口）免税城于2021年1月成立，由公司自持物业。基本情况如下：

表6 海控全球精品（海口）免税城门店基本信息

类别	信息
开业时间	2021.01.31
门店牌照	离岛免税品经营资质
经营主体	全球消费精品（海南）贸易有限公司（海发控全资子公司）
经营面积	规划免税店经营面积38920 m ² ，目前已开业27350 m ²
经营品类	经营国家批准的45类免税商品，涵盖近300个国际知名高端品牌

资料来源：公司2021年年度报告，中国海口政府网，中新网，HTI

图16 海控全球精品（海口）免税城门店



资料来源：中新网海南，HTI

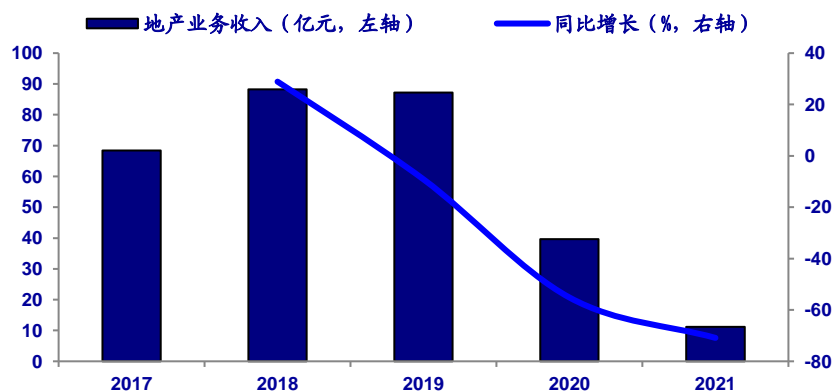
2.3 地产业务

传统的房地产业务前期是公司重要业务支柱，18年后随着战略转型和资产结构优化，公司逐步从传统房地产行业向临空产业开发战略转型。

在21年确立“一主两翼”发展方向后，一方面公司针对存量的传统房地产继续去化，另一方面公司紧抓空港经济发展之机遇，利用地产业务的优势资源与核心能力，为海南自由贸易港及临空产业园项目开发建设提供助力。受破产重整等因素影响，21年公司地产业务收入再度下降，同比下降70.9%；21年公司项目投资完成5.31亿元，无新增开工面积；签约销售面积7.38万 m^2 ，签约销售额约11.12亿元。

我们认为，公司将继续有计划地推进对存量销售型地产项目的整售、清盘，未来或逐步退出传统房地产业务。

图17 地产业务收入增长情况



资料来源：Wind，HTI

2.4 物业业务

物业业务在公司的收入构成中占比较小，业务涵盖航空机场、住宅、写字楼、餐饮、公共服务、学校等业态，未来重点以机场临空产业园、政府企事业单位、住宅商业写字楼为核心拓展目标。

资产重组后，该业务取得较好发展。21 年实现营业收入 7.27 亿元，同比增长 26.8%；收入来源主要为物业费、餐饮服务费；目前在管项目 172 个，管理面积近 1725 万平方米。

2.5 其他业务

公司其他业务主要系酒店及飞训业务，21 年实现营业收入 6.03 亿元。

酒店方面，公司目前自有自管酒店 2 家（海南迎宾馆、三亚凤凰机场酒店）；委托管理酒店 2 家（海口希尔顿酒店、儋州福朋喜来登酒店）；在建拟筹开酒店 1 家（琼中福朋喜来登酒店），运营及筹开客房近 2000 间；未来公司将持续丰富酒店产品，提升酒店竞争力，继续保持海南酒店业的领先水平。

飞行训练业务方面，22 年上半年天羽飞训合作客户 30 余家，模拟机训练总计约 7.2 万小时，牵头西安飞宇等单位筹建的北京乘务训练基地已投入运营。未来天羽飞训将不断拓展国内外客户，同时加强校企合作工作，加大在社会职业教育服务上的投入，多元化拓展推广业务。

3 机场业务稳步推进，免税业务前景广阔

21 年作为公司的“启航”之年，公司业务格局走上优化改善之路；未来中长期，我们整体看好公司在“一主两翼”总规划下，乘自贸港发展之东风，借助机场业务与免税业务的发展，向更高水平扶摇而上。

3.1 机场：乘自贸港建设之东风，未来客流增长潜力足

公司机场业务保持强劲发展势头。据国际旅游岛商报，海口美兰、三亚凤凰国际机场旅客吞吐量先后突破 2000 万人次，海南成为继上海、广东之后全国第三个拥有“双两千万级”机场的省份；随着自贸港建设推进，中长期客流增长潜力大，据 2021 年海南省《政府工作报告》，2025 年全岛旅客吞吐量将达 6000 万。

目前，海南全岛作为航空口岸的 3 个机场中（海口美兰机场、三亚凤凰机场、琼海博鳌机场等），公司控股三亚凤凰机场、琼海博鳌机场。同时，公司管理输出三沙永兴机场。

依托优秀的机场资产，我们预计公司机场业务将继续稳步推进，未来公司还将积极参与服务海南自贸港建设，增强三亚凤凰机场、琼海博鳌机场保障功能，建设面向太平洋、印度洋的航空枢纽。

3.1.1 三亚凤凰机场

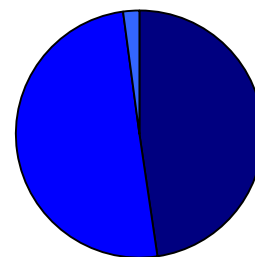
三亚凤凰机场是海南省枢纽机场之一，公司直接和间接持股 71.36%。机场于 1994 年开始通航，位于三亚市西北方向，是 4E 级民用机场。

机场目前占地面积七千余亩，跑道长 3400 米，宽 60 米（含道肩），停机坪可同时安全停放 71 架大中型客机。现航站楼面积为 10.7 万 m²，其中国内 T1 航站楼 5.83 万 m²、T2 航站楼 2 万 m²、国际航站楼 1.57 万 m²、贵宾航站 1.3 万 m²。凤凰机场 T3 航站楼建设正在推进中，预计 2023 年开工，总设计容量可达 2700-3000 万人次。

公司机场业务收入与三亚凤凰机场收入联系紧密，旅客吞吐量和收入疫情前表现较为稳定，除 20 年受疫情影响，航空机场行业整体受损严重，21 年疫情有所减弱，强大韧性下，旅客吞吐量和机场业务收入均出现回升。

图18 2021 年海南省航空旅客吞吐量分布

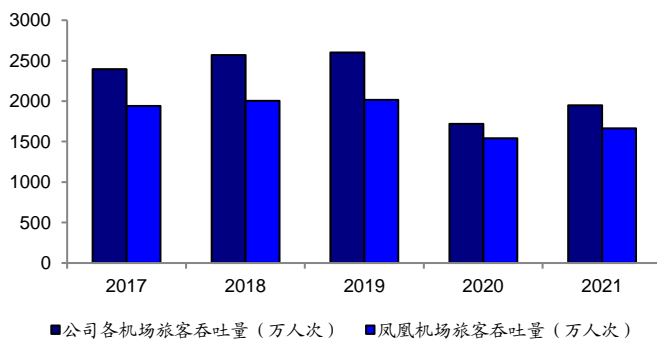
航空旅客吞吐量（万人）



■ 三亚凤凰机场 ■ 海口美兰机场 ■ 其他机场

资料来源：Wind，航空早报，民航局 2021 年全国民用运输机场吞吐量排名，HTI

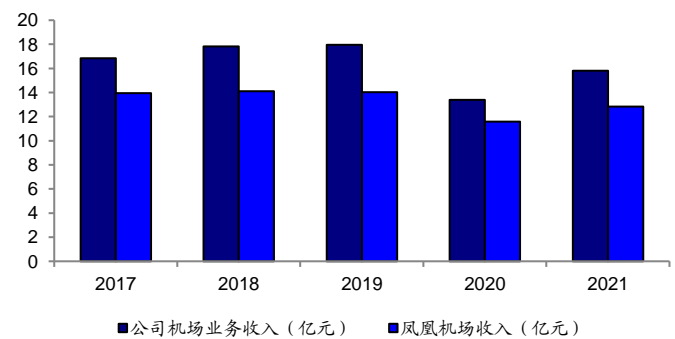
图19 公司机场与三亚凤凰机场旅客吞吐量



■ 公司各机场旅客吞吐量 (万人次) ■ 凤凰机场旅客吞吐量 (万人次)

资料来源：Wind，公司 2017-2021 年年报，三亚凤凰机场 2017-2020 年财报，HTI

图20 公司机场与三亚凤凰机场收入



■ 公司机场业务收入 (亿元) ■ 凤凰机场收入 (亿元)

资料来源：Wind，公司 2017-2021 年年报，三亚凤凰机场 2017-2020 年财报，2021 年收入数据为海通测算数据，HTI

3.1.2 海口美兰机场

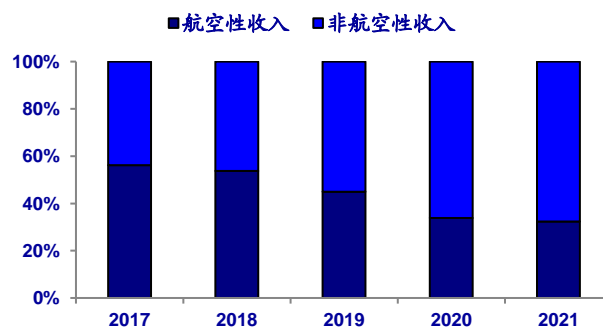
公司重整前持股美兰有限 18.66%，目前无持股。海口美兰国际机场于 1999 年 5 月 25 日正式通航，是我国重要的国内干线机场之一，同时也是海南重要的核心枢纽机场。

机场共占地 1140 公顷，站坪面积 125.02 万 m²，停机位 139 个。T1 航站楼近 15 万 m²，一期含 67 个运行机位，飞行区等级为 4E 级，跑道长 3600 米，宽 45 米，可满足波音 747-400 等大型飞机全重起降要求；T2 航站楼近 30 万 m²，二期含 72 个运行机位，飞行区设计等级为 4F 级，二跑道长 3600 米，宽 60 米，可起降世界上最大型号的民航客机 A380。

19 年、20 年分别由于取消返还民航发展基金、爆发新冠疫情，导致航空性收入下滑，总收入也有所下降；但受益于 20 年海南离岛免税政策放开，美兰机场非航收入占比逐年提高，非航收入水平也逐年增长，彰显盈利能力。

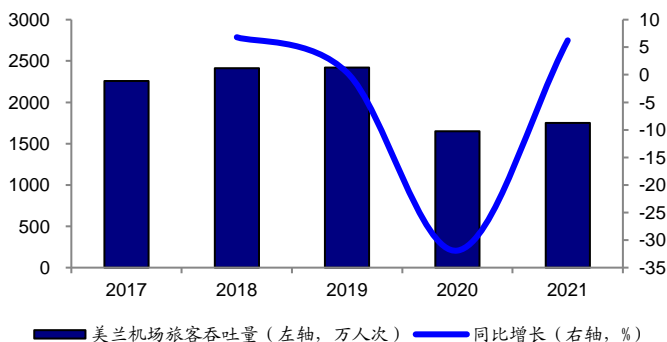
尽管公司目前对美兰机场不再持股，但仍在免税业务、临空产业等方面与其有关联。我们认为在美兰机场方面，公司仍有开拓发展空间的可能。

图21 海口美兰机场收入结构



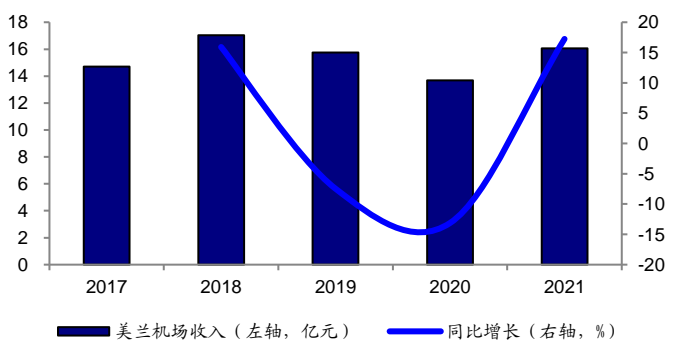
资料来源：Wind，美兰空港 2017-2021 年年报，HTI

图22 海口美兰机场旅客吞吐量增长情况



资料来源：Wind，美兰空港 2017-2021 年年报，HTI

图23 海口美兰机场收入增长情况



资料来源：Wind，美兰空港 2017-2021 年年报，HTI

目前，海口美兰机场的三期工程已启动，未来产能容量可期。海口美兰机场是国家明确提出建设的区域枢纽机场，下一步还将试点开放第七航权，向面向太平洋、印度洋的国际航空枢纽迈进。

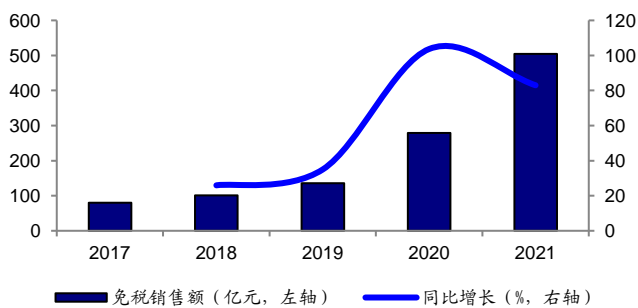
美兰机场三期工程相关前期工作已启动，未来产能还将继续扩大。根据《海南自由贸易港口岸建设“十四五”规划》，预计到2025年，海口美兰机场进出境旅客将达到367万人次，进出口货物将达到4万吨；离岛至内地旅客将达到1800万人次，离岛至内地货物将达到18.5万吨。

3.2 免税：政策利好，业务发展前景可期

3.2.1 免税政策不断宽松，利好免税业

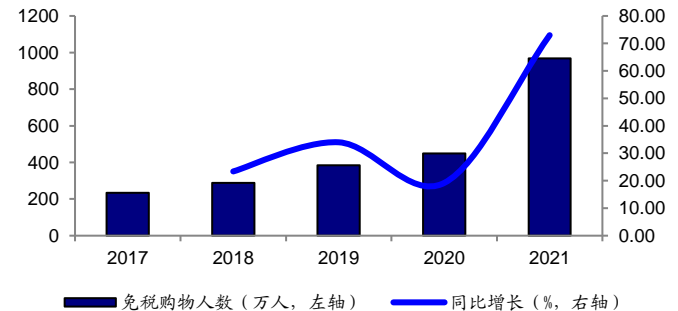
近年免税政策持续利好，免税额度、适用对象、免税商品品种范围不断扩大，优惠力度持续增强，带动免税行业蓬勃发展。海南全岛离岛免税店数量已由2020年的4家，增长至现在的10家，2021年海南离岛免税店销售额更是突破600亿元，同比增速达到84%。

图24 海南省免税销售额增长情况



资料来源：海南省商务厅，环球网，新浪网，中国政府网，公司2019-2021年报，HTI

图25 海南省免税购物人数增长情况



资料来源：海南省商务厅，环球网，新浪网，中国政府网，公司2019-2021年报，HTI

3.2.2 参与免税业务，抓紧自贸港发展机遇

公司参与的离岛免税店数量占全岛一半，其中，公司参与的5家免税店经营面积合计约8万m²，占比约36%；21年海南离岛免税店免税销售额约505亿元，公司参与的5家免税店销售额约146亿元，占比约29%。

新冠疫情下出境受限，导致部分海外购物需求转向国内，免税购物额度等放开的系列政策支持共同促进了近年海南离岛免税业务向好发展，免税店数量、免税品类等增长快速，随着规模的扩大其议价能力也在同步提高，我们认为，在未来疫情消退，海南离岛免税业务依然具有较强的竞争力和吸引力。

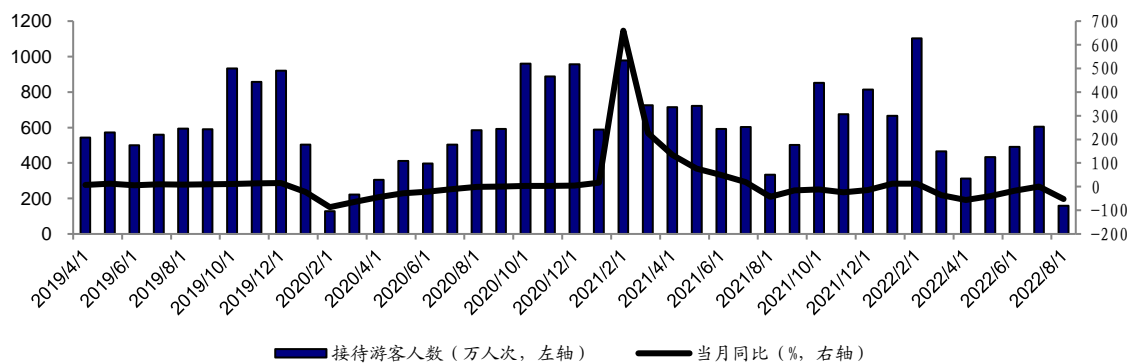
此外，根据《海南省“十四五”旅游文化广电体育发展规划》，海南力争2025年实现接待旅客数量达到1.1亿人次（年均增长率11%）。我们看好未来随着旅游人次的增加，为海南免税业务带来持续动能。

表7 海南离岛免税店情况

开业时间	门店	经营主体	地点	经营面积
2020.12.30	三亚凤凰机场离岛免税店	中免(公司参股 49%)	三亚凤凰机场隔离区内 206-208 登机口	总面积约 6800 m ² , 首期面积约 800 m ²
2020.12.30	中服三亚国际免税购物公园	中出服	三亚鸿洲海天盛筵港商业区	项目总面积 4.3 万平方米, 首期 1.5 万平方米, 后期可拓展至 20 万平方米。
2020.12.30	三亚海旅离岛免税店	海旅投	三亚市迎宾路居然之家生活广场	9.5 万平方米
2014.9.1	三亚市海棠湾国际免税城	中免	三亚市海棠湾区海棠北路 118 号	7.2 万平方米
2021.12.2	美兰机场(二期)离岛免税店	中免(公司参股 49%)	海口美兰国际机场新建 T2 航站楼	9313 平方米
2011.12.21	美兰机场(一期)离岛免税店	中免(公司参股 49%)	海口市美兰国际机场 T1 航站楼	8631 平方米
2021.1.31	海口日月广场全球精品离岛免税店	全球消费精品(海南)贸易有限公司(公司自持物业)	海口市日月广场东区的水瓶座 1-3 层及摩羯座 1-2 层	规划免税店经营面积 38920 平米, 截止 22 年 6 月 30 日已开业 27350 平米
2021.1.31	海口观澜湖离岛免税店	中免	海口市观澜湖旅游度假区	3 万平方米, 后期可拓展至 10 万平方米。
2019.1.19	海口日月广场西区免税店	中免(公司自持物业)	海口市日月广场西区射手座 L 层、双子座 1+2 层	已开业 19505 平米
2022.10.28	海口国际免税城	中免	海口市秀英区新海港东侧	免税商业中心总建筑面积 28.9 万平方米
2019.1.19	琼海市博鳌免税店	中免	琼海市远洋大道博鳌亚洲论坛永久会址景区内	4200 平方米

资料来源: DFE 公众号, 新华社, 海口市人民政府网, 公司 2022 半年报, 中国日报, 品橙旅游, HTI

图26 海南每月接待游客数



资料来源: Wind, HTI

3.2.3 拥有多项自持物业，为免税及商业业务保驾护航

目前公司自持多项商业项目，共计 16 个，总可租面积约 44.94 万 m²，为免税及商业业务的进一步展开提供良好条件。

其中，机场商业项目共计 9 个，主要为旗下机场候机楼内商业及站前综合楼商业；可租面积约 3.17 万 m²，包括有税业务可租面积约 2.34 万 m²、免税业务可租面积约 0.83 万 m²。

地产商业项目共计 7 个，主要是日月广场和其他分布在海南省内及省外的商业地产；可租面积约 41.77 万 m²（2020 年日月广场可租面积为 30.85 万 m²），包括有税业务可租面积约 35.92 万 m²、免税业务可租面积约 5.84 万 m²。

依托核心地产资源，公司已围绕海口美兰机场、三亚凤凰机场、海口日月广场三大主要阵地，形成免税商业“三个码头”优势，且免税面积还在继续扩大，我们认为未来还将持续为免税商业带来流量，拓展盈利空间。

表 8 公司在“三个码头”免税商业分布

	免税商业区域	免税面积 (m ²)	其他
三亚凤凰机场	一期	800	已开业
	二期 (法式花园)	5000	项目正在推进中
	三期	1000	项目正在推进中
海口美兰机场	T1	8631	已开业
	T2	9313	已开业
海口日月广场 (公司最主要的 自持地产商 业项目)	中免海口日月广场 免税店 海控全球精品 (海 口) 免税城	19505 38920	已开业 截至 2021 年年底已开业 27350 万 m ²

资料来源: 公司 2021 年年报, 2022 半年报, 中免集团微信公众号, HTI

注: 美兰机场为公司参股免税经营商

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

4.1.1 分业务盈利预测

表 9 分业务盈利预测表

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万 元)	11656.4	11526.4	6314.8	4524.6	4351.2	5809.0	6480.1
机场业务	1782.7	1797.1	1339.5	1580.5	1177.2	2114.7	2297.3
免税及商业业 务				490.4	490.5	742.5	935.8
地产业务	8823.4	8721.8	3963.4	1122.9	1235.2	1358.7	1494.5
物业管理业务	795.3	697.4	573.5	727.3	814.6	896.0	985.6
其他主营业务	161.3	196.8	261.1	603.5	633.6	697.0	766.7
总成本 (百万 元)	5872.5	7341.8	4373.3	2943.6	2974.2	3424.7	3719.7
机场业务	1592.7	1654.9	815.9	1020.4	1115.5	1363.6	1445.9
免税及商业业 务				51.4	49.0	70.5	84.1
地产业务	3442.8	4889.3	2717.0	855.9	740.7	814.7	896.2
物业管理业务	687.1	606.9	485.7	624.2	700.4	770.4	847.5
其他主营业务	61.2	83.1	228.9	391.6	368.6	405.5	446.0
总毛利率	49.6%	36.3%	30.7%	34.9%	31.6%	41.0%	42.6%
机场业务	10.7%	7.9%	39.1%	35.4%	5.2%	35.5%	37.1%
免税及商业业 务				89.5%	90.0%	90.5%	91.0%
地产业务	61.0%	43.9%	31.4%	23.8%	40.0%	40.0%	40.0%
物业管理业务	13.6%	13.0%	15.3%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
其他主营业务	62.1%	57.8%	12.3%	35.1%	41.8%	41.8%	41.8%

资料来源: Bloomberg, 公司财报, HTI

4.1.2 机场免税店投资收益

公司持有凤凰机场免税店 49%股权和美兰机场免税店 49%股权，2021 年投资收益分别为 0.18、2.9 亿元，合计 3.1 亿元。2021 年凤凰机场线下免税销售额约为 8.5 亿元，即：人均免税贡献（51.3 元）*旅客吞吐量（1663 万）=8.53 亿。

我们假设未来几年随着疫情结束，美兰及凤凰机场免税店面积增加，利润率稳中有升，相关免税店投资收益有望稳步增长。

表 10 机场免税店投资收益

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
对联营企业和合营企业的投资收益（亿元）	-2.31	-51.80	2.60	-1.47	6.28	9.56
来自免税业务的投资收益（亿元）	0.94	2.58	3.05	2.03	5.28	7.56
来自其他业务的投资收益（亿元）	-3.24	-54.38	-0.45	-3.50	1.00	2.00
美兰机场免税店(联营参股 49%)						
免税销售额（亿元）	23.11	28.16	38.23	23.43	59.43	82.35
——旅客吞吐量(万)	2,422	1,649	1,752	1,193	2,541	3,101
yoy		-31.9%	6.2%	-31.9%	113.0%	22.0%
——客单价（元）	191	342	436	393	468	531
yoy		78.9%	27.8%	-10.0%	19.1%	13.6%
净利率	7.3%	18.7%	15.5%	15.5%	16.0%	16.5%
免税业务确认投资损益（亿元）	0.83	2.59	2.90	1.78	4.65	6.65
凤凰机场免税店(联营参股 49%)						
免税销售额（亿元）			8.53	5.33	16.47	21.82
——旅客吞吐量(万)	2,016	1,541	1,663	1,008	2,077	2,201
yoy		-23.6%	7.9%	-39.4%	106.0%	6.0%
——客单价（元）			103	106	159	198
yoy				3.0%	50.0%	25.0%
净利率				5.3%	6.3%	7.3%
免税业务确认投资损益（亿元）			0.18	0.14	0.50	0.78
海南海航中免(联营合营参股 50%)						
免税业务总收入（亿元）						
——旅客吞吐量(万)						
——客单价（元）						
净利率						
免税业务确认投资损益（亿元）	0.11	-0.01	-0.03	0.12	0.13	0.14

注：蓝色部分为海通测算及预测数据；
资料来源：Bloomberg，公司财报，HTI

4.1.3 凤凰机场租金收益

我们根据公司公布的租金及销售额推算，假设扣点率为 14%。2021 年凤凰机场免税部分租金收入 1.2 亿元，考虑凤凰机场后续将继续增加投产二期 5000 m²法式花园和三期 1000 m²免税面积，我们预计随着凤凰机场免税面积扩大，品类扩充，也会带动机场离岛免税的销售表现，人均免税销售额 2024 年有望进一步提升至 198 元/人。

表 11 中免凤凰机场免税店

	2021	2022E	2023E	2024E
投资收益 (亿元)	0.18	0.14	0.50	0.78
免税租金收入 (亿元)	1.22	0.76	2.35	3.12
扣点	14%	14%	14%	14%
提货点租金收入 (亿元)	0.57	0.63	0.69	0.76
凤凰机场 (公司直接和简介持股 71.36%) & 免税店 (公司参股 49%)				
	2021	2022E	2023E	2024E
免税销售额 (亿元)	8.53	5.33	16.47	21.82
——旅客吞吐量(万)	1,663	1,008	2,077	2,201
YOY		-39.4%	106.0%	6.0%
——客单价 (元)	103	106	159	198
YOY		3.0%	50.0%	25.0%
净利率	4.3%	5%	6%	7%

注：蓝色色部分为海通测算及预测数据；表中扣点率扣除非免税商品部分；

资料来源：Bloomberg，公司财报，HTI

4.1.4 日月广场及其他商业租金收益

参考机场免税店扣点及 21 年租金拆解分析：公司于 12 月 18 日发布控股子公司签署《房屋租赁合同补充协议》暨关联交易公告，对海控全球精品免税店向公司控股子公司海岛商业缴纳的租金协议进行调整，2022.1.1 至 2030.11.30，一般商品（除苹果等 3C 数码产品）营业额抽成由 8% 下降为 3%，苹果等 3C 数码产品仍按照主协议进行。我们假设海免扣点后续扣点亦为 3%，则 22-24 年预计日月广场带来的免税及有税业务租金收入 2.6、4.4、5.7 亿元。

假设其他商业租金随着疫情结束出租率和坪效逐步改善，22-24 年租金有望提升至 2.3、3.0、3.6 亿。

表 12 日月广场租金收益

日月广场租金收入 (亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总租金 (亿元)	1.10	2.30	2.57	4.41	5.72
yoy		109%	11%	72%	30%
免税-中免 (亿元)	0.10	0.15	1.51	2.27	2.72
扣点	0.2%	0.2%	3.0%	3.0%	3.0%
免税-海发控 (亿元)		1.39	0.47	1.29	1.93
扣点		7.7%	3.0%	3.0%	3.0%
有税商业 (亿元)	1.00	0.76	0.58	0.85	1.07
出租率		66.4%	56.4%	71.4%	81.4%
租金坪效(元/年)		606	545	627	689
yoy			-10%	15%	10%
日月广场免税销售额	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中免 (亿元)	53.50	82.19	50.38	75.57	90.69
yoy		54%	-39%	50%	20%
坪效(万元/年)	27.43	42.14	25.83	38.74	46.49
yoy		54%	-39%	50%	20%
海发控 (亿元)		18.00	15.66	42.94	64.41
yoy			-13%	174%	50%
坪效(万元/年)		6.58	5.73	11.45	17.18
yoy			-13%	100%	50%
其他商业项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他商业项目面积 (万㎡)		16.92			
其他商业项目收入 (亿元)		2.60	2.34	3.02	3.64
yoy			-10%	29%	20%
出租率		57.7%	57.7%	67.7%	77.7%
租金坪效(元/年)		2661	2395	2634	2766
yoy			-10%	10%	5%

注：浅蓝色部分为海通测算及预测数据
资料来源：Bloomberg, HTI

4.2 投资建议

基于公司拥有多重业务及资产，我们对公司进行分部估值。

1. **免税业务估值：**我们预计来自于凤凰机场、日月广场免税等相关的租金及来自美兰和凤凰机场免税店的投资收益所贡献的税后净利润 22、23、24 年分别为 7、12、16 亿。考虑 2024 年公司受业务受新冠疫情影响基本结束，参考机场及免税公司估值，给予 30x2024E，得出免税市值 492 亿。

2. **地产业务估值：**参考 2022 年半年报的存货（以房产为主）及投资性房产账面价值，考虑业务远期将逐步剥离，给予 131 亿估值（按照账面价值的一半给予估值）。

3. 仅考虑免税业务和地产业务，不考虑机场基础设施、物业、酒店等其他业务情况下，我们采用分部估值法根据公司 24 年收入测算合理市值区间 623 亿，目标价 5.45 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 13 投资建议

凤凰机场 (71.36%)	2022E	2023E	2024E
免税收入 (亿元)	5.33	16.47	21.82
——旅客吞吐量(万)	1008	2077	2201
——客单价 (元)	106	159	198
净利率 (%)	5%	6%	7%
免税业务确认投资收益 (亿元) (49%)	0.14	0.50	0.78
免税收入 (亿元)	5.33	16.47	21.82
租金提成比例 (按照 21 年情形倒推) (%)	14%	14%	14%
免税租金收入 (亿元)	0.76	2.35	3.12
非航业务确认提货点提成 (亿元)	0.6	0.7	0.8
非航业务确认租金业绩 (亿元)	1.0	2.2	2.8
海口机场免税店 (49%)	2022E	2023E	2024E
免税业务总收入 (亿元)	23	59	82
——旅客吞吐量(万)	1193	2541	3101
——客单价 (元)	393	468	531
净利率 (%)	15%	16%	16%
免税业务确认投资损益 (亿元)	1.8	4.6	6.6
日月广场	2022E	2023E	2024E
海免日月广场免税收入 (亿元)	50.38	75.57	90.69
租金比例	3.0%	3.0%	3.0%
海控日月广场免税收入 (亿元)	15.66	42.94	64.41
租金比例	3.0%	3.0%	3.0%
租金收入 (亿元)	2.0	3.6	4.7
其他租金 (亿元)	2.9	3.9	4.7
——免税投资收益 (亿元)	2.0	5.3	7.6
——免税及商业租金业绩 (亿元)	5.8	9.3	11.7
合计免税业务贡献利润 (亿元)	7	12	16
免税业务市值 (亿元)	低端	409.86	高端 491.83
房地产 (亿元)			
存货 (亿元)		128.41	
投资性房地产 (亿元)		133.22	
房地产市值 (亿元)		130.82	
总目标市值 (亿元)	低端	541	高端 623

资料来源: Bloomberg, HTI

表 14 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS			PE (倍)			BPS (元)			PB (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601888	中国中免	4,648.11	3.68	6.52	8.55	61.09	34.47	26.29	19.21	24.76	31.89	11.70	9.07	7.05
600859	王府井	117.85	0.44	0.68	1.07	12.01	7.84	4.98	2.10	2.71	3.73	2.53	1.96	1.42
603069	海汽集团	81.18	-0.04	0.14	0.28	-	184.55	92.24	2.93	3.07	3.35	8.77	8.37	7.67
600009	上海机场	1,418.43	-0.97	0.70	1.68	-	81.32	33.92	13.43	14.11	15.39	4.24	4.04	3.70
600004	白云机场	345.30	-0.26	0.22	0.62	-	64.87	23.55	7.48	7.73	8.25	1.95	1.89	1.77
000089	深圳机场	155.24	-0.42	0.01	0.22	-	664.04	34.79	5.36	5.36	5.55	1.41	1.41	1.36
算术平均						172.85	35.96					5.10	4.46	3.83

资料来源: Bloomberg, HTI;

注: 1) 公司收入预测来自万得一致预期; 2) 收盘价为 2023 年 1 月 6 日。

5 风险提示

(1) 疫情反复超预期: 2022 年上半年, 受疫情影响, 海南省离岛免税品零售额同比下降 21%, 免税购物人数同比下降 33%; 若未来疫情冲击继续超预期, 将持续影响海岛客流恢复, 进而阻碍公司机场及免税等各项业务发展。

(2) 离岛免税销售额不及预期: 若行业竞争加剧, 公司参与的离岛免税店市占率下降, 将对公司收入和利润产生不利影响。

(3) 宏观经济下行: 海岛很大部分收入贡献来自于自费旅客刺激, 如宏观经济下行影响居民可支配收入及收入预期, 进而抑制海岛消费客群增速和旅客消费意愿。

(4) 免税行业政策发生变动: 线上直邮及离岛补购模式持续存在且额度进一步放开, 自贸港封关进度放缓。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	4525	4351	5809	6480
每股收益	0.04	0.15	0.09	0.13	营业成本	2944	2974	3425	3720
每股净资产	1.69	1.84	1.93	2.06	毛利率%	34.9%	31.6%	41.0%	42.6%
每股经营现金流	0.04	-0.23	-0.27	0.57	营业税金及附加	223	283	332	371
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	4.9%	6.5%	5.7%	5.7%
价值评估 (倍)					营业费用	138	144	184	206
P/E	117.39	31.71	50.58	37.65	营业费用率%	3.0%	3.3%	3.2%	3.2%
P/B	2.82	2.59	2.46	2.31	管理费用	1127	580	323	361
P/S	12.02	12.50	9.36	8.39	管理费用率%	24.9%	13.3%	5.6%	5.6%
EV/EBITDA	89.67	91.70	36.51	29.11	EBIT	210	587	1835	2147
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	273	318	370	411
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	6.0%	7.3%	6.4%	6.3%
毛利率	34.9%	31.6%	41.0%	42.6%	资产减值损失	-174	0	0	0
净利润率	10.2%	39.4%	18.5%	22.3%	投资收益	1255	-1	6	10
净资产收益率	2.4%	8.2%	4.9%	6.1%	营业利润	988	2284	1492	1769
资产回报率	0.8%	3.0%	1.8%	2.5%	营业外收支	-158	-160	-160	20
投资回报率	0.3%	1.2%	3.8%	4.8%	利润总额	830	2124	1332	1789
盈利增长 (%)					EBITDA	688	750	2001	2316
营业收入增长率	-28.4%	-3.8%	33.5%	11.6%	所得税	381	319	200	268
EBIT 增长率	106.9%	179.7%	212.4%	17.0%	有效所得税率%	45.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	106.0%	270.1%	-37.3%	34.3%	少数股东损益	-14	90	57	76
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	463	1715	1075	1444
资产负债率	66.7%	61.7%	61.4%	57.5%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	1.61	1.70	1.60	1.36	货币资金	10998	7110	1869	2489
速动比率	0.88	0.84	0.60	0.52	应收账款及应收票据	1194	2068	2287	2571
现金比率	0.60	0.46	0.11	0.13	存货	12569	12097	16305	14544
经营效率指标					其它流动资产	4987	4896	7932	6454
应收账款周转天数	139.51	134.97	134.97	134.97	流动资产合计	29748	26172	28394	26058
存货周转天数	1553	1493	1493	1493	长期股权投资	2847	2688	2530	2371
总资产周转率	0.08	0.07	0.10	0.11	固定资产	8619	9012	9402	9789
固定资产周转率	0.58	0.49	0.63	0.68	在建工程	607	601	595	589
					无形资产	2005	2055	2105	2155
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	31421	31729	32035	32337
净利润	463	1715	1075	1444	资产总计	61169	57901	60429	58395
少数股东损益	-14	90	57	76	短期借款	20	20	20	20
非现金支出	-3943	163	166	169	应付票据及应付账款	4126	5127	5528	6045
非经营收益	-364	-1261	681	405	预收账款	124	120	160	178
营运资金变动	4281	-3384	-5067	4402	其它流动负债	14188	10119	12074	12984
经营活动现金流	423	-2678	-3089	6496	流动负债合计	18459	15386	17782	19227
资产	-335	1255	-739	-557	长期借款	19976	17976	16976	11976
投资	3527	129	129	129	其它长期负债	2375	2375	2375	2375
其他	371	-1	6	10	非流动负债合计	22350	20350	19350	14350
投资活动现金流	3564	1383	-604	-419	负债总计	40809	35737	37132	33578
债权募资	-537	-2000	-1000	-5000	实收资本	11425	11425	11425	11425
股权募资	5310	0	0	0	归属于母公司所有者权益	19306	21021	22096	23541
其他	56	-593	-548	-458	少数股东权益	1054	1144	1201	1277
融资活动现金流	4829	-2593	-1548	-5458	负债和所有者权益合计	61169	57901	60429	58395
现金净流量	8815	-3888	-5241	620					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 01 月 15 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司 2021 年财报, HTI

APPENDIX 1**Summary**

The reorganization of the company has been completed and the new ship has set sail with diversified business. At the end of 2021, the bankruptcy and reorganization of the company and its parent company HNA Group was completed. After reorganization, the company's business strategy is adjusted and optimized. The company grasp the construction opportunity of the free trade port of Hainan, and optimize its industrial layout. The company takes airports as its main business and cooperatively develops tax-free commercial real estate and property hotel services, which creates a professional and market-oriented airport management group. In the future, the company is expected to develop rapidly with the development of Hainan.

Earnings and valuation: We expect the company's net profit in FY22-24E to be Rmb1.71/1.08/1.44bn. We use the segment valuation method to reach the reasonable market value of Rmb62.3 billion based on the company's 2024 income. We initiate the coverage with Outperform rating and the target price of Rmb5.45.

Risks: macroeconomic development is less than expected, business development is not as expected, fluctuation of industry policies, etc

附录 APPENDIX

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，Nan Yu，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.

我，陈宇，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, Yu Chen, 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）

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).

中国国旅集团有限公司，上海机场（集团）有限公司，000001.CH 及 601377.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。

中国国旅集团有限公司，上海机场（集团）有限公司，000001.CH and 601377.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.

601377.CH 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。

601377.CH is/was 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 601888.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 601888.CH.

海通在过去的 12 个月中从前海开源资产 - 平安银行 - 前海开源资产华鑫 1 号新三板专项资产管理计划 及 601377.CH 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 前海开源资产 - 平安银行 - 前海开源资产华鑫 1 号新三板专项资产管理计划 and 601377.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

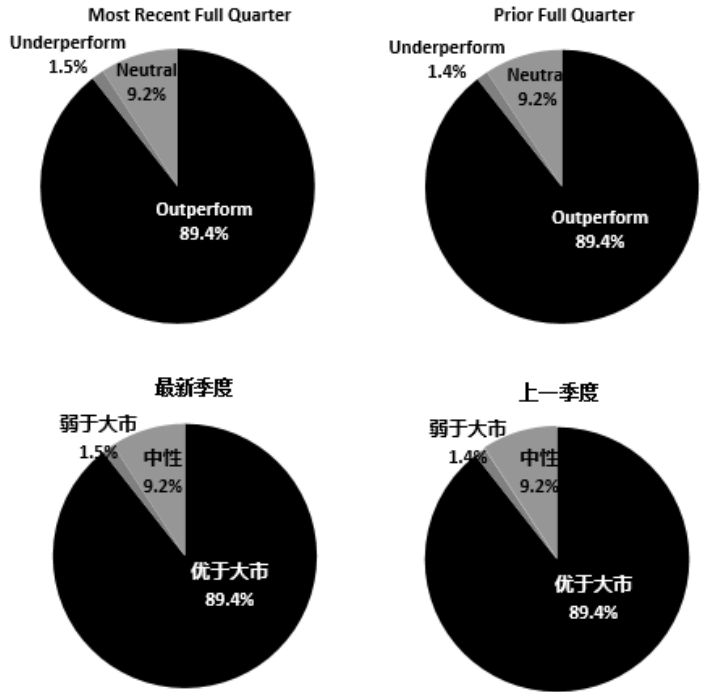
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 12 月 31 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%	1.5%
投资银行客户*	5.2%	7.3%	8.3%

*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 Dec 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.5%
IB clients*	5.2%	7.3%	8.3%

*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 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 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」)，ESG 方均不承担或保证此任何数据的原创性、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，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 (“HSIPL”) 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。HSIPL 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

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”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 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 Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, 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>
