

皖通高速 Anhui Expressway Company (600012 CH)

首次覆盖：业绩弹性释放，高分红稳中有升

Profit Elasticity Unleashed, High Dividends Continue Growing: 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	Rmb10.81
目标价	Rmb12.37
市值	Rmb16.07bn / US\$2.25bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$9.43mn
发行股票数目	1,166mn
自由流通股 (%)	19%
1 年股价最高最低值	Rmb11.55-Rmb7.18

注：现价 Rmb10.81 为 2023 年 12 月 28 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	3.3%	-2.9%	57.6%
绝对值 (美元)	3.4%	-0.6%	53.6%
相对 MSCI China	40.4%	35.5%	103.8%

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	5,206	6,179	7,460	5,052
(+/-)	32.78%	18.67%	20.74%	-32.28%
净利润	1,445	1,724	1,866	1,969
(+/-)	-4.57%	19.34%	8.19%	5.56%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.87	1.04	1.12	1.19
毛利率	43.24%	42.66%	37.79%	58.58%
净资产收益率	12.12%	13.54%	13.93%	14.01%
市盈率	12	10	10	9

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

核心路产剩余年限长，主业再投资能力强。整体路产以跨省干线为主，剩余年限长，其中核心路产合宁高速、宣广高速、高界高速陆续推进改扩建，经营年限预计得以延长 25-30 年，主业再投资以改扩建与收购优质路产为主，回报率较高，增强经营可持续性。

收入端潜力释放：1) 安徽地区长期 GDP 增速处于全国较高水平，2013-2022 年 CAGR 达 10.1%，承接产业转移、经济活力强、人口净流入支撑安徽地区车流量增长，2022 年安徽省汽车保有量较 2019 年增长 24.1%。2) 路产货车流量占比较高，顺周期时期具有较高收入弹性。3) 合宁高速 2022 年底完成全线“四改八”，车流量较改扩建前翻倍，宣广高速将于 2024 年底完成“四改八”，车流量或有较大增幅。宁宣杭高速、岳武高速“断头路”相继打通，路网协同效应渐显，24 年均有望实现扭亏为盈。

成本端占比下行：1) 采用直线法进行路产折旧摊销，营业成本为固定成本，在通行费收入增长时毛利率随之增长，业绩弹性较大。2) 负债水平健康，财务费用率、期间费用率远低于同行。若无重大资本开支，公司整体财务费用率呈下降趋势，其他期间费用我们预计较为稳定。

盈利能力高企，分红率稳中有升。22 年分红率达到 63%，2023-2025 年计划进一步提升至 70%。收购六武高速事项若继续推进，定增价格有望提高从而降低股权稀释比例，若能成功实施将进一步提高分红率，2023-2025 年公司分红比例或提升至 75%。

盈利预测与估值：公司疫后弹性复苏，改扩建放量+路网畅通带来业绩弹性，分红率高且有所提升，高股息具备配置价值。我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 17.24/18.66/19.69 亿元，对应 EPS 分别为 1.04/1.12/1.19 元。高股息、稳增长、类债券、现金流良好的高速公路标的具备较高防御属性与配置价值，经济震荡、利率下行或有利高速公路板块及皖通高速估值提升，给予 2024 年 11 倍 PE 估值，对应目标价为 12.37 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险：车流量增速放缓，通行费率大幅下调，改扩建负面影响超预期，收购失败，利率上涨等。

骆雅丽 Yali Luo
yl.luo@htisec.com

虞楠 Nan Yu
nan.yu@htisec.com

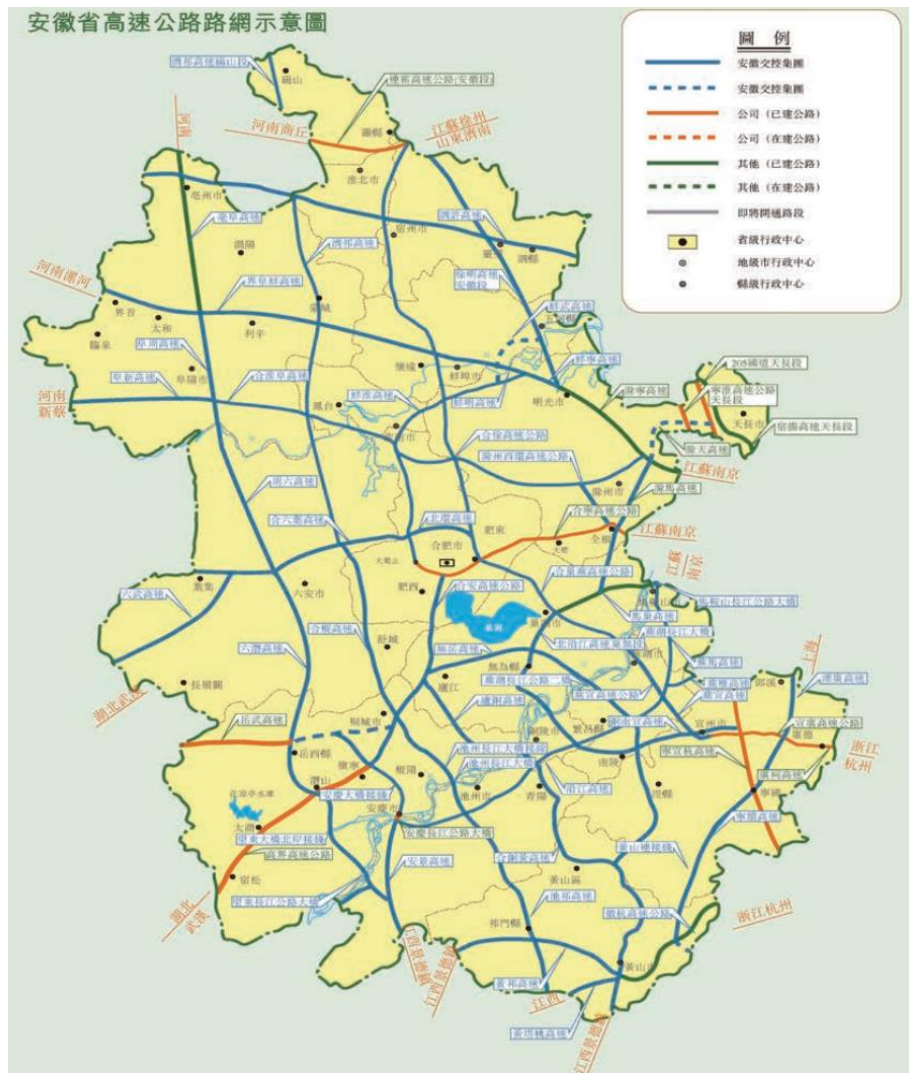
一、核心路产剩余年限长，公司盈利能力强

1、公司简介：路产以跨省干线为主，剩余年限长

皖通高速是安徽省内唯一的收费公路上市公司，成立于1996年8月15日，分别于1996年及2003年在H股及A股上市。主营业务为投资、建设、运营及管理安徽省境内的部分收费公路，收费公路是周期长、规模大的交通基础设施，公司商业模式具有资金密集型特点，投资回收期长，收益相对比较稳定。

截至2023年上半年末，公司共拥有10条位于安徽省内的收费公路全部或部分权益，营运公路里程约609公里，总资产约219亿元。公司运营路产均为跨省干线，同时是国家重要干线公路的组成部分。其中，合宁高速、高界高速、宣广高速为公司通行费收入主要来源，三条道路的通行费收入分别约占2023年H1营业收入（不包含建设期收入）的33.1%、22.5%、12.5%，合宁高速和高界高速并为上海至四川成都的“两纵两横”国道主干线的一部分，合宁高速同时亦为连接上海至新疆自治区伊宁的312国道的一部分，高界高速为连接中西部地区与东南沿海地区的重要干线公路，宣广高速为自上海至西藏聂拉木的318国道的组成部分。

图1 公司路产分布图（红色道路为皖通高速所有）



资料来源：公司定期公告，HTI

表 1 皖通高速经营路产信息 (截至 2023/6/30)

收费公路	权益比例	公路全长 (km)	特许经营权期限	车道	2023 年 H1 折算 全程日均车流量 (架次)	2023 年 H1 通行费收入 (亿元)	
合宁高速公路	100%	134	1996.8.16-2031.8.15	8	46,848	7.01	
205 国道天长段	100%	30	1997.1.1-2026.12.31	4	7,065	0.42	
宣广高速公路	宣城至宁国段	55.47%	67	1998.7.25-2028.7.24	4	27,626	2.69
	宣城至宁国段 (南环段)	55.47%	17	2002.3.27-2027.7.24	4		
高界高速公路	100%	110	1999.10.1-2029.9.30	4	29,953	4.76	
连霍高速公路 (安徽段)	100%	54	2003.1.1-2032.6.30	4	22,339	1.41	
宁淮高速公路 (天长段)	100%	14	2006.12.18-2032.6.17	6	46,086	0.64	
广祠高速公路	55.47%	14	2004.7.20-2029.7.20	4	35,412	0.57	
宁宣杭高速公路 (安徽段)	宣城至宁国段	51.00%	46	2013.9.8-2043.9.7	4	9,153	1.14
	宁国至千秋关段	51.00%	40	2015.12.19-2045.12.18	4		
	狸桥至宣城段	51.00%	27	2017.12.30-2047.12.29	4		
岳西至武汉高速公路 (安徽段)	100%	46	2015.12.31-2045.12.30	4	9,774	0.73	
安庆长江公路大桥	100%	6	2004.12.26-2033.12.25	4	33,286	1.60	

资料来源: 公司公告, HTI

核心路产陆续改扩建, 延长收费年限, 增强经营可持续性。公司核心路产合宁高速 2019 年 12 月完成改扩建, 暂定延长 5 年收费期限, 据公司预计正式特许经营权期限可延长 25 年; 宣广高速改扩建据公司预计于 24 年完成, 或可延长年限 30 年; 高界改扩建前期工作已启动, 或于“十四五”末进行改扩建, 若改扩建按计划进行, 完成后亦将延长收费期限。若考虑合宁高速、宣广高速改扩建的年限延长, 截至 2023 年 6 月, 公司当前经营路产算数平均剩余年限为 17.8 年。

表 2 皖通高速路产剩余期限

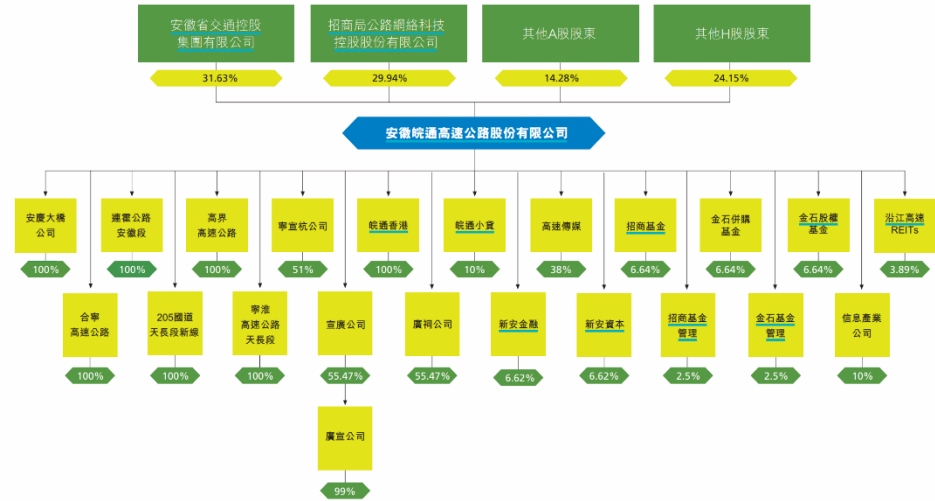
收费公路	目前特许经营权期限	改扩建计划	预计延长期限	延长后到期时间	预计剩余到期时间 (年)
合宁高速公路	1996.8.16-2031.8.15	2019 年完成改扩建	已延长 5 年, 预计共可延长 25 年	2051.8.15	28.15
205 国道天长段	1997.1.1-2026.12.31				3.51
宣广高速公路	1998.7.25-2028.7.24	预计 2024 年底完成	30 年	2058.7.24	35.09
宣广高速公路 (南环段)	2002.3.27-2027.7.24	预计 2024 年底完成	30 年	2057.7.24	34.09
高界高速公路	1999.10.1-2029.9.30	预计“十四五”末开工			6.26
连霍高速公路 (安徽段)	2003.1.1-2032.6.30				9.01
宁淮高速公路 (天长段)	2006.12.18-2032.6.17				8.97
广祠高速公路	2004.7.20-2029.7.20				6.06
宁宣杭高速公路 (安徽段) 宣城至宁国段	2013.9.8-2043.9.7				20.20
宁宣杭高速公路 (安徽段) 宁国至千秋关段	2015.12.19-2045.12.18				22.48
宁宣杭高速公路 (安徽段) 狸桥至宣城段	2017.12.30-2047.12.29				24.52
岳西至武汉高速公路 (安徽段)	2015.12.31-2045.12.30				22.52
安庆长江公路大桥	2004.12.26-2033.12.25				10.50
六武高速公路 (拟收购)	2009.12.28-2039.12.27				16.50

资料来源: 公司公告, HTI 注: 1) 剩余到期时间截止 2023 年 6 月 30 日; 2) 六武高速收购事项已暂停, 后续是否继续推进待公司审慎研究后决定。

2、股权结构：实控人为省国资委，安徽交控股股权比例约 32%

公司股权结构稳定。根据 2023 半年报，公司第一大股东安徽交控集团，股权比例为 31.63%，实际控制人为安徽省国资委；第二大股东为招商公路，股权比例为 29.94%；其他 A 股股东占比为 14.28%，H 股股东占比为 24.15%。

图 2 公司股权结构与公司架构



资料来源：公司定期公告，HTI

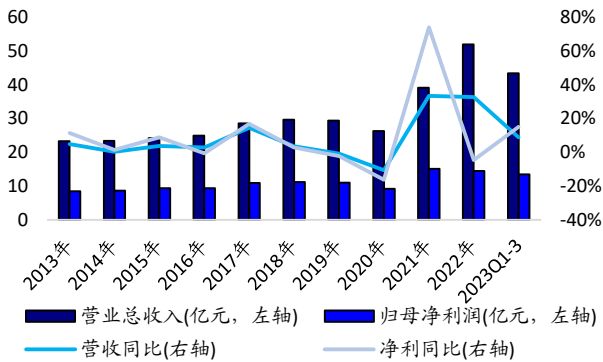
3、业绩概览：盈利能力强，分红率高企

业绩长期稳定，2021 年后较快增长。2013-2022 年，皖通高速营业收入 CAGR 为 5.0%（剔除建造期收入/成本，建造期收入和成本相等，不产生毛利），归母净利润 CAGR 为 5.5%。其中 2013-2019 年营业收入及净利润增长主要依靠车流量自然增长，增速较慢，2019 年后公司核心路产合宁高速改扩建通车，以及 2021 年收购安庆长江公路大桥及岳武高速公路，2021 年起公司收入及利润增长较快，2021 年营业收入增长 48.9%，归母净利润增长 12.6%。2022 年公司营业收入为 37.89 亿元，（剔除建造期收入/成本 14.18 亿）同比微降 3.4%，归母净利润 15.45 亿元，同比下降 4.57%。主要受 2022 年疫情形势较严峻影响出行及 2022 年 Q4 货车通行费减免的影响，公司业绩增长潜力未完全释放。疫后公司经营情况恢复较快，2023 年前三季度公司营业收入为 43.44 亿元，同比增长 9.0%，归母净利润 13.51 亿元，同比增长 15.1%。

公司专注于收费公路业务，已剥离典当贷款业务。2023 年通行费收入约占营业收入（不考虑建造期收入）的 98.8%，其中核心路产合宁高速、高界高速、宣广高速收入分别占比 33.1%、22.5%、12.5%，合计占比 68.0%。2021 年起，公司停止典当业务，业务结构及再投资方向上更专注通行费业务本身。

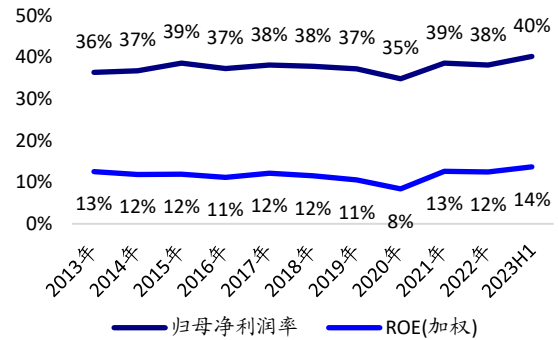
公司盈利能力强劲并进一步提高。2023 年上半年公司归母净利润率为 36.1%，剔除建造期收入和成本，归母净利润率为 40.2%，在行业中排行前列。2023 年 Q1-Q3 归母净利润率为 31.1%，车流量回升后盈利能力进一步提升。2022 年 ROE 为 12.5%，2023 年上半年 ROE(TTM)为 13.7%，ROE 提高得益于利润率的增长。

图 3 皖通高速营业收入及净利润情况



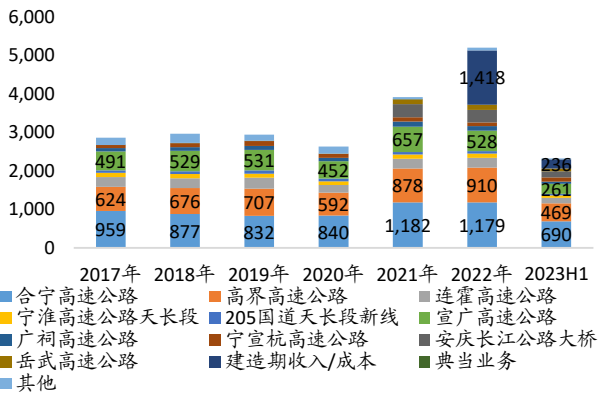
资料来源: Wind, HTI

图 4 皖通高速盈利能力



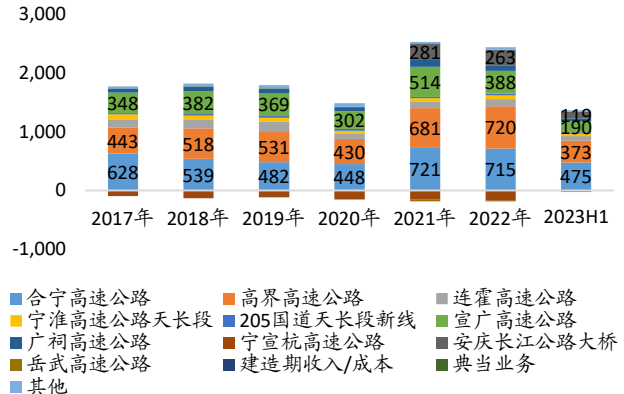
资料来源: Wind, HTI 注: 2022 年与 2023H1 归母净利润率剔除建造期收入计算, 2023 年 H1 ROE 为 TTM 数据

图 5 皖通高速分业务营业收入 (百万元)



资料来源: 公司定期公告, HTI

图 6 皖通高速分业务毛利润 (百万元)

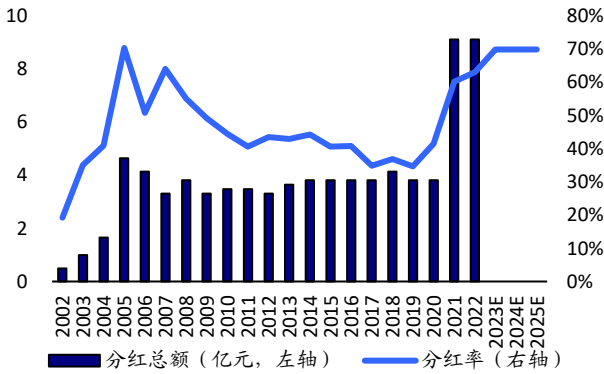


资料来源: 公司定期公告, HTI

公司分红水平高且计划提升 70%。2009-2020 年公司分红率长期维持在 35-50%之间，随着 2021-2022 年盈利增长，过去两年公司每股股息提升为 0.55 元/股，分红率分别为 60.2%和 63.1%，分红率处于行业领先水平。根据公司 2023 年调整的分红计划，2023-2025 年分红比例计划提升至不低于当年归母净利润的 70%，若按计划实施，皖通高速将与粤高速 A 分红比例水平并列行业第一。目前收购六武高速交易因未通过股东大会投票而暂停，若公司日后重启收购计划并得以实施，2023-2025 年公司分红比例提升至 75%，超越粤高速 A 的 70%分红比例，为高速公路上市公司最高的分红比例。

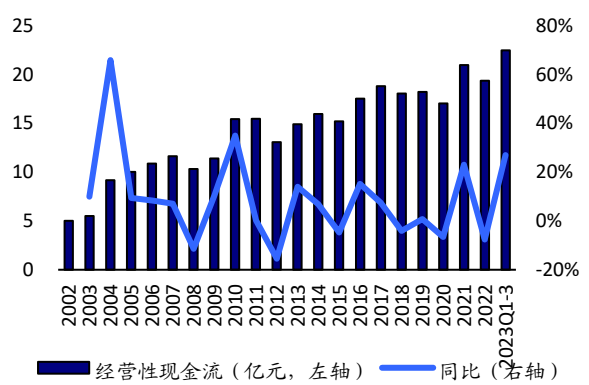
皖通高速经营性现金流效益良好且持续增长，为高分红提供现金流支撑。2012-2022 年经营性现金流复合增速为 4.0%，2023 年 Q1-3 经营性现金流 22.48 亿元，同比增长 27.0%。

图 7 皖通高速历年分红总额和分红率



资料来源: Wind, HTI

图 8 皖通高速经营性现金流情况



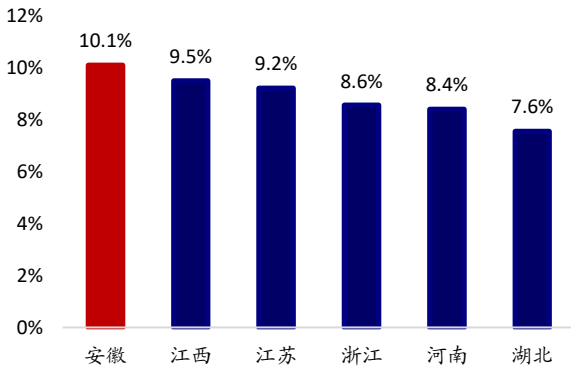
资料来源: Wind, HTI

二、收入端：改扩建陆续完成+路网完善，提振车流量增长，货车比例高更具顺周期弹性

1、安徽腹地经济活力强，GDP 增速高、汽车保有量增速高

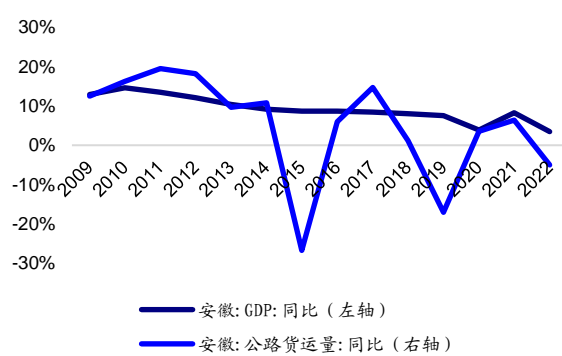
安徽省腹地经济活力强，近十年 GDP 复合增速强于邻省。安徽省地理位置优越，位于长江经济带，地处华东经济发达地区的核心交通枢纽。受益于发达省份产业转移及新能源产业蓬勃兴起，近年来安徽省 GDP 增速位居全国前列，2013-2022 年 GDP 复合增速为 10.1%，增速高于毗邻省份，推动居民收入增长，从而提升客车与货车流量。

图 9 安徽省与毗邻省份 2013-2022 年 GDP 复合增速



资料来源: Wind, HTI

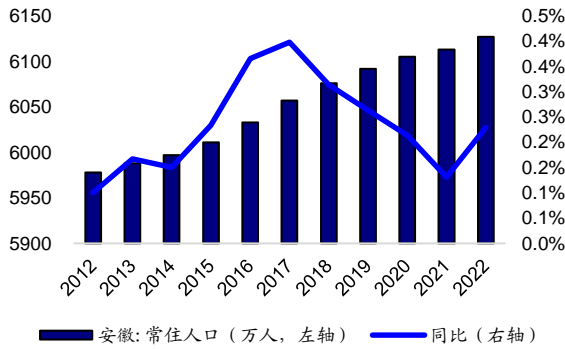
图 10 安徽省 GDP 增速与公里货运量增速对比



资料来源: Wind, HTI

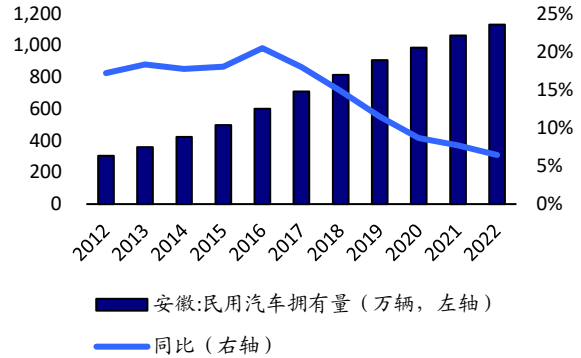
受益于产业升级，安徽地区对人才吸引力提升，常住人口净增长，支撑汽车保有量。2022 年，安徽省在人口自然增长为负的情况下，常住人口比上年增加 14 万人，净增数量仅次于浙江，比 2020 年净增 24 万人。同时，安徽省汽车保有量也在保持高速增长，2013-2022 年均复合增长率约 14.1%，2022 年汽车保有量达 1131 万辆，较 2019 年增长 24.6%，为公路车流量增长提供动力。

图 11 安徽省常住人口持续增长



资料来源: Wind, HTI

图 12 安徽省汽车保有量 2013-2022 年 CAGR 约 14.1%



资料来源: Wind, HTI

2、合宁高速改扩建完成车流成长空间释放，宣广高速预计 2024 年改扩建完成

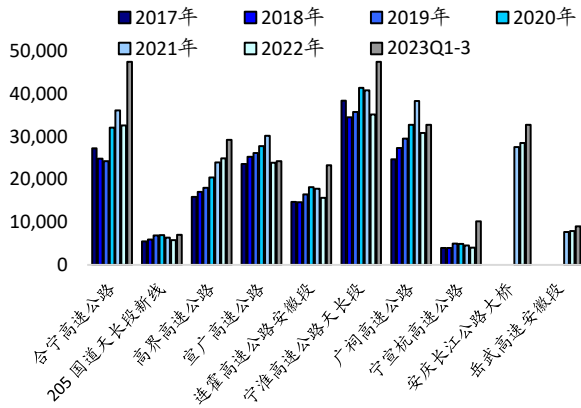
公司三条核心路产合宁高速、宣广高速、高界高速陆续面临车流饱和，改扩建陆续开展。根据交通运输部《公路工程技术标准》（JTGB01-2014）规定，四车道设计日均车流量为 2.5-5.5 万辆/日，八车道设计日均车流量为 6-10 万辆/日，路产“四改八”改扩建通车后最高可实现车流量的翻倍提升，提供业绩弹性。

1) 公司核心路产之一合宁高速安徽段于 19 年完成改扩建，全线于 2022 年完成改扩建，车流成长空间释放。2019 年 12 月，公司持有的路产合宁高速安徽段“四改八”改扩建项目完工通车。非公司持有的上下游路段合宁高速南京段、滁河大桥以及合六叶高速“四改八”改扩建项目分别于 2021 年 12 月、2022 年 7 月和 2022 年 12 月完工，至 2022 年底合宁高速实现全线八车道通行。合宁高速安徽段改扩建完成后，2020-2021 年日均车流量分别为 32100 架次、36141 架次，同比增长 32.1%、12.6%。2022 年底全线改扩建完成后，车流量进一步提升，2023 年 Q1-Q3 合宁高速日均车流量已达 47507 辆/日，较 2022 年日均增长 38.1%，较 19 年改扩建完成前+95.4%，几乎实现车流翻倍增长。

2) 宣广高速据公司预计将于 2024 年底改扩建完成，带来公司长期盈利能力增长。宣广高速是公司核心路产之一，作为安徽通往沪苏浙地区的主动脉，该路段车流饱和度较高，部分流量高峰时刻车流已超设计流量。2023 年 Q1-Q3 因改扩建施工，且与之平行的国道 G318 升级改造后通行条件改善，对部分车辆产生分流，宣广高速日均车流量 24246 架次，同比-7.9%，我们预计 2024 年内施工影响仍存，但 2024 年底改扩建完工通车后，宣广高速或能迎来车流量及收入的快速释放。

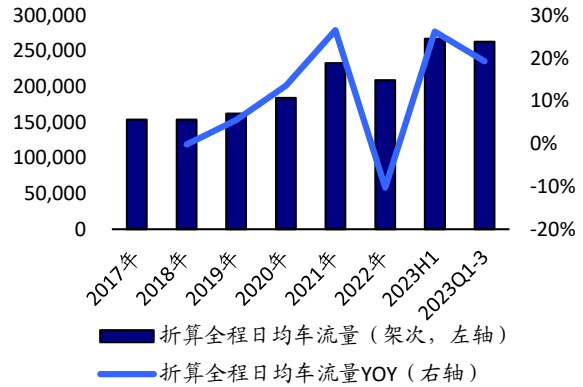
3) 高界高速为国高网 G50 沪渝高速组成部分，是安徽省东西向的重要过境通道，高界高速改扩建前期工作已经正式启动。

图 13 皖通高速各路段折算全程日均车流量 (架次)



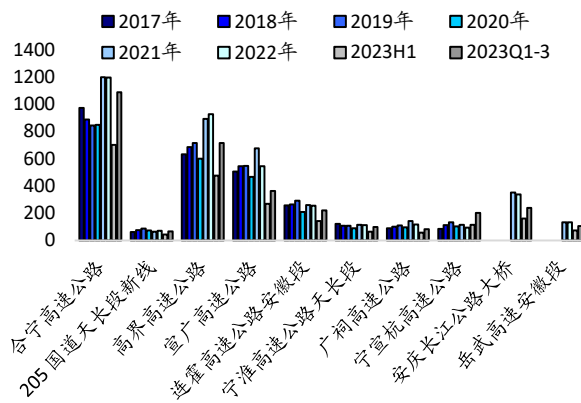
资料来源: 公司定期公告, HTI

图 14 皖通高速合计折算全程日均车流量增长情况



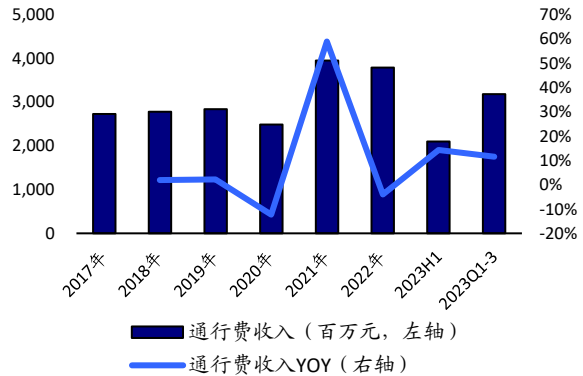
资料来源: 公司定期公告, HTI

图 15 皖通高速各路段通行费收入 (百万元)



资料来源: 公司定期公告, HTI

图 16 皖通高速路产通行费收入合计



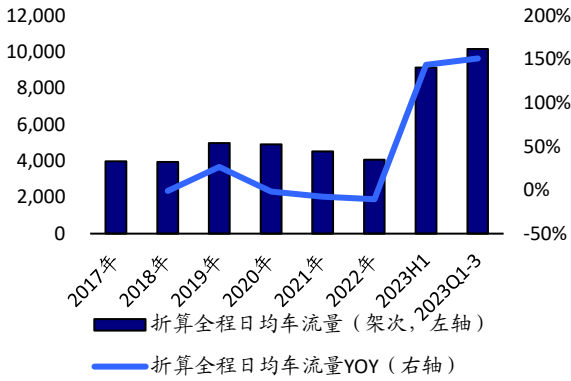
资料来源: 公司定期公告, HTI

3、多条断头路打通，路网协同效应渐显

宁宣杭高速全线贯通，作为跨省干线未来车流或持续增长，盈利能力提升。宁宣杭高速是连接南京和杭州两大城市的主干线，宁宣杭高速分为江苏段、安徽段、浙江段。宁宣杭高速安徽段于 2017 年 12 月率先正式通车后，但由于 2017 年 12 月-2022 年 8 月全宁宣杭高速仅有皖通高速持有的安徽段通车，导致宁宣杭高速车流量有限，暂未实现盈利，2021-2022 年毛利为-1.50 亿元和-1.75 亿元。

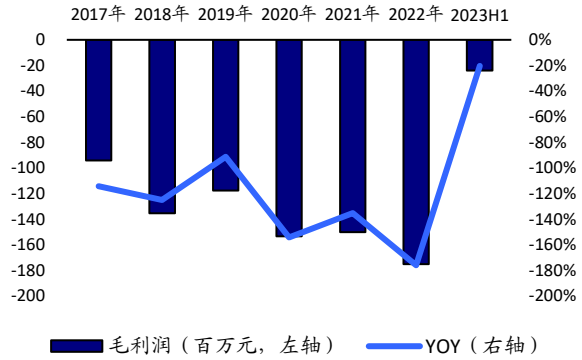
宁宣杭高速江苏段、浙江段分别于 2022 年 9 月和 2022 年 12 月正式通车，宁宣杭高速全线贯通，与申嘉湖高速相接，可直达上海浦东国际机场。全线贯通后车流量增长迅速，道路的整体效应凸显。2023 年 Q1-Q3 日均车流量同比增长 151.2%至 10173 架次。随着车流量的增长，宁宣杭高速毛利率有较大幅度改善，2023 年上半年毛利为 0.24 亿元，毛利率为-20.6%。宁宣杭高速仍在成长期，随着车流进一步培育，宁宣杭高速通行费收入仍有较大增长空间，将贡献业绩弹性，并有望在 24 年实现扭亏为盈。

图 17 宁宣杭高速日均车流量及同比增速



资料来源：公司定期公告，HTI

图 18 宁宣杭高速毛利及毛利率

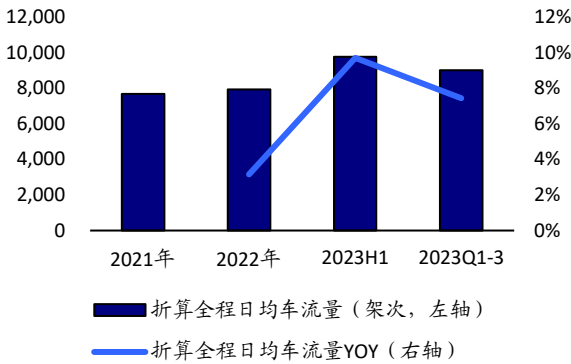


资料来源：公司定期公告，HTI

2021 年公司收购安庆长江公路大桥和岳武高速安徽段两段路产，其中岳武高速是安徽省东西向的重要过境通道，西接湖北武英高速，但东延线在 2021-2022 年尚未建成通车，导致岳武高速车流量有限，尚未实现盈利，2021-2022 年毛利为-0.38 亿元和-0.13 亿元。

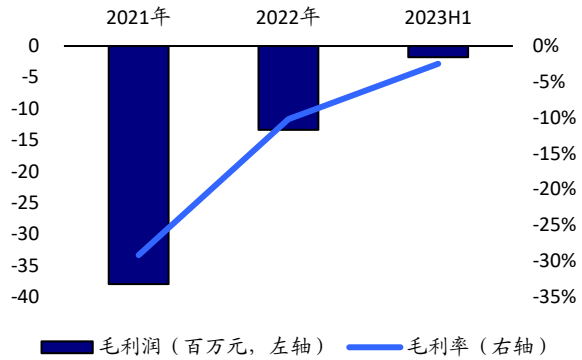
随着 23 年下半年岳武高速全线贯通，公司持有的岳武高速 23 年下半年有望扭亏为盈，作为区域性东西大动脉，具备长期业绩增长支撑。岳武高速东延线 2023 年 10 月 28 日建成通车，与岳武高速安徽段和合安高速连接，实现道路整体通行能力的提升。我们预计在通车后的 2023 年 Q4 及 2024 年岳武高速车流量将迎来较快速增长，2023 年实现毛利扭亏，2024 年盈利能力进一步提高。

图 19 岳武高速日均车流量及同比增速



资料来源：公司定期公告，HTI

图 20 岳武高速毛利及毛利率



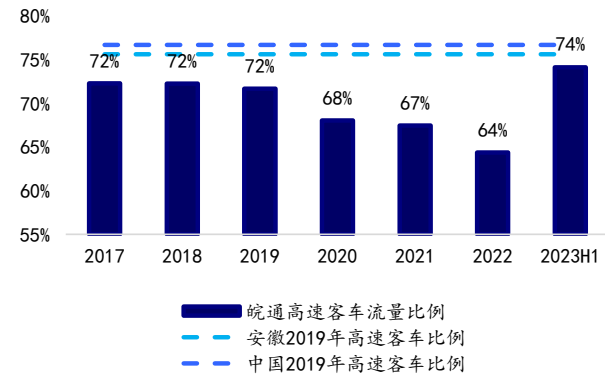
资料来源：公司定期公告，HTI

4、货车比例高，盈利能力较强，具备较强顺周期弹性

皖通高速总客车流量比例低于安徽全省和全国平均水平，主要是由于皖通高速路产中包含货车比例高的国道以及路产以跨省干线为主导。由于平均货车通行费单价高于客车，在更高的货车比例高水平下，公司单车收入较高，路产毛利率较强。客车与货车流量增长驱动力有差异，客车通行偏消费属性，与地区汽车保有量增长相关，而货车车流与宏观经济关联性大，受经济周期影响，货车比例高的皖通高速在顺周期及经济增速更高的时期有望较行业内高客车比例的路产获得更高的车流量增长及收入增长。

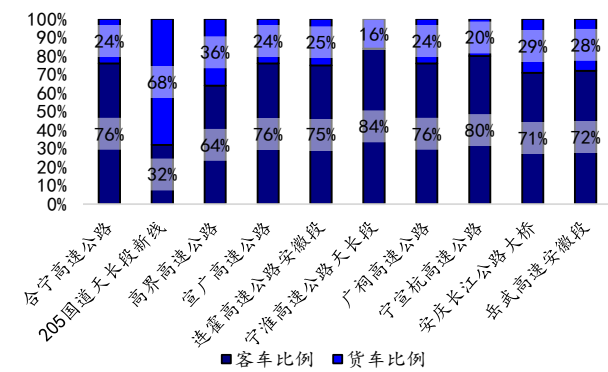
此外，由于 2022 年 Q4 收费公路货车通行费减免 10% 政策，造成 2022 年 Q4 货车通行费收入基数略低，2023 年通行费恢复正常价格，更高的货车比例能够使得公司在 2023 年 Q4 货车价格恢复时得到更高业绩弹性。

图 21 皖通高速历年客车流量比例情况



资料来源：公司定期公告，HTI

图 22 皖通高速各路产 2023H1 客车货车比例



资料来源：公司定期公告，HTI

表 3 皖通高速路段收费标准

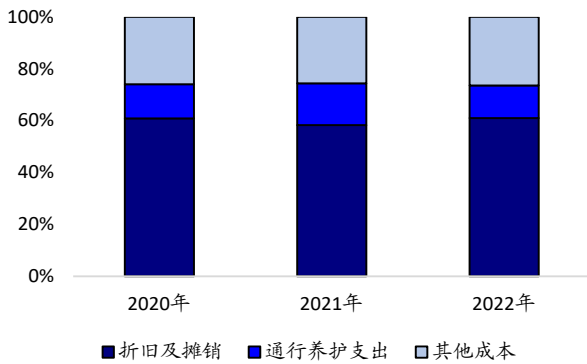
收费标准 (元/车公里)	客车				货车					
	1 类	2 类	3 类	4 类	1 类	2 类	3 类	4 类	5 类	6 类
高速公路收费标准 (除宁淮高速公路天长段)	0.45	0.80	1.10	1.30	0.45	0.90	1.35	1.70	1.85	2.20
宁淮高速公路天长段	0.45	0.68	0.90	0.90	0.45	1.05	1.57	1.90	1.94	2.32
205 国道天长段 (元/车次)	10	10	12	24	10	20	30	40	50	60
狸宣高速公路、岳武高速安徽段加收 (元/车次)	10	15	20	25	10	15	20	25	30	30
安庆长江公路大桥 (元/车次)	20	40	60	80	20	30	45	70	75	100

资料来源：公司公告，HTI

三、成本端：直线法折旧摊销下业绩弹性大，费用控制能力强

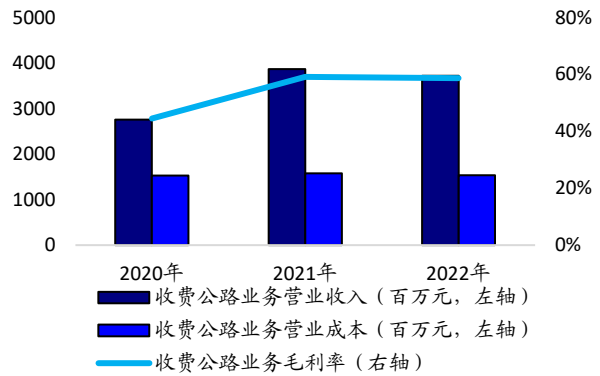
折旧摊销成本约占高速公路公司营业成本的六成，行业中的折旧摊销方式有车流量法和直线法。2022 年公司折旧及摊销成本占比为 61.0%。与行业内多数企业采用车流量法折旧摊销不同，皖通高速采用的直线法进行折旧摊销，2020-2022 年公司收费公路业务折旧及摊销成本分别为 9.30/9.23/9.38 亿元，成本较为固定。由于 2023 年公司没有新增路产以及路产到期或处置，我们预计公司 2023 年折旧摊销额维持在 9.3 亿元左右水平。由于成本端道路折旧摊销额相对固定，相对于采用车流量法的公司，皖通高速在通行费增长时能拥有更大的利润弹性。

图 23 皖通高速营业成本构成



资料来源: 公司定期公告, HTI 注: 2020 年数据为追溯调整后数据

图 24 通行费业务营收、成本和毛利变化



资料来源: 公司定期公告, HTI 注: 2020 年数据为追溯调整后数据

表 4 摊销方法对盈利能力的影响

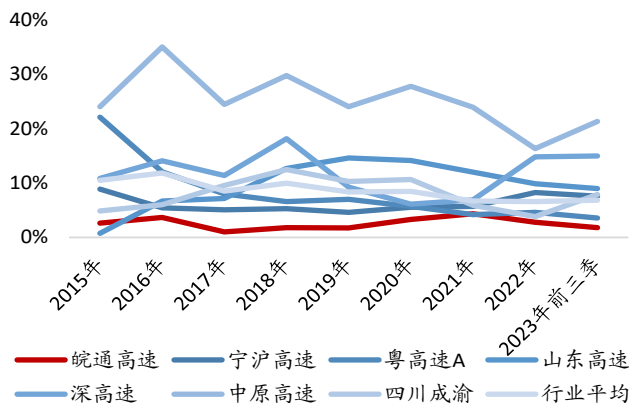
折旧摊销方法	成本类型	对毛利率影响	采用该方法上市公司
车流量法	变动成本	摊销额随车流量与营业收入同步变化, 毛利率相对稳定。	中原高速、楚天高速、山东高速、招商公路、宁沪高速、吉林高速、赣粤高速、五洲交通、四川成渝、福建高速、深高速、粤高速 A、现代投资、山西路桥
直线法	固定成本	每年每条道路摊销成本固定, 车流量爬坡期道路毛利率较低, 毛利率随时间推移而增长。	皖通高速、城发环境、东莞控股、重庆路桥、湖南投资

资料来源: 上市公司公告, HTI

皖通高速负债水平健康, 财务费用率、期间费用率远低于同行。截至 2023 年三季度末, 皖通高速资产负债率 37.0%, 低于行业均值 47.3%, 负债水平健康。2023 年前三季度, 高速公路上市公司的平均财务费用率/平均期间费用率约 6.9%/12.0%, 而皖通高速财务费用率和期间费用率仅 1.9%/4.5%, 低于行业平均水平, 费用控制能力强。

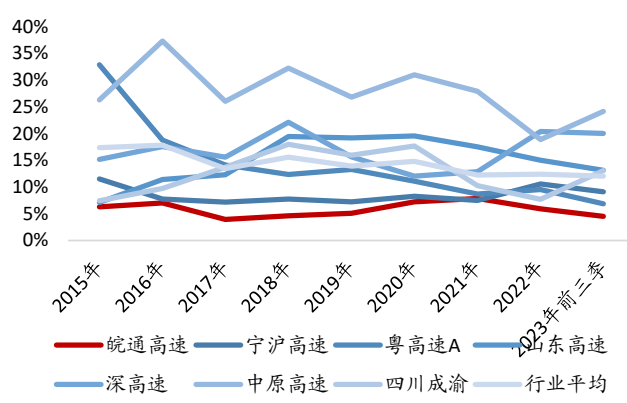
财务费用变化与路产改扩建、路产收购相关。2022 年公司财务费用为 1.44 亿元, 同比下降 36.6%, 主要系公司合并安庆大桥后对外利息支出减少所致。2023 年 Q1-Q3 公司财务费用继续同比下降 31.3%, 其中利息费用同比下降 11.6%, 利息收入同比增长 21.0%。2023-2024 年公司若无重大收购或建设项目投产, 我们预计财务费用保持较稳定水平, 财务费用率有所下降; 2025 年由于宣广高速改扩建投产利息支出由资本化改费用化, 财务费用或有所增长。

图 25 皖通高速财务费用率低于同行业其他公司



资料来源: 公司定期公告, HTI

图 26 皖通高速期间费用率低于同行业其他公司



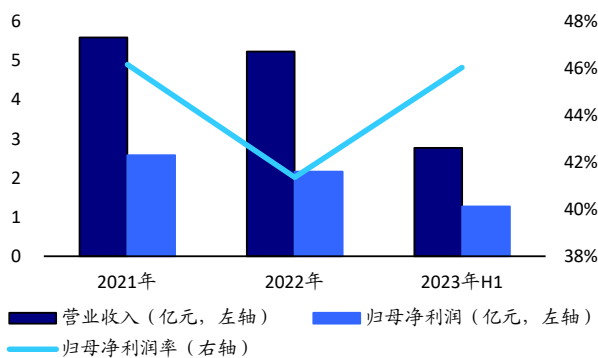
资料来源: 公司定期公告, HTI

四、拟收购六武高速事项受阻，若继续推进，定增价格或提升，分红比例或提高

六武高速收购事项暂未获 H 股股东大会通过，若未来继续推进收购事项，定增价格或提升，减少对现有股东股权稀释。拟收购安徽交控集团旗下的六武公司 100% 股权，交易对价合计 36.66 亿元。其中以发行股份支付对价 31.16 亿元，以现金支付对价 5.5 亿元，若按原定增发行价 6.64 元进行定增，皖通高速 2023 年上半年 EPS 将从 0.51 元稀释至 0.45 元，原重组方案被股东反对或与发行价偏低导致原股东股份稀释过多有关。目前公司将审慎研究是否继续推进重组相关事宜，若未来皖通高速重启六武高速收购计划，定增价格有望提高。

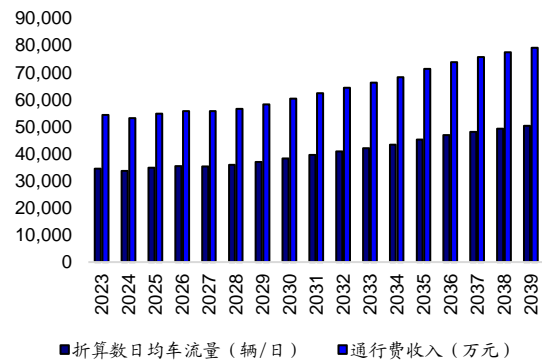
六武高速资产优质。与 2009 年通车，路产较为成熟，顺接 2022 年 12 月改扩建完成的合六叶高速，车流量处于快速增长期，利润有增长空间。盈利能力强且稳定。净利率高于皖通高速净利率，2023 年上半年六武高速归母净利润 1.28 亿元，净利率达到 46.1%，高于皖通高速剔除建造期收入和成本后的归母净利率 40.2%。

图 27 六武高速近三年营收及净利情况



资料来源：公司公告，HTI

图 28 六武高速预计车流量及通行费收入（据公司公告）



资料来源：公司公告，HTI

按最新的分红计划，2023 年-2025 年公司分红比例提升至 70%。若收购六武高速交易方案继续推进并得以实施，根据公司发布的调整未来现金分红特别安排，2023 年-2025 年公司分红比例将提升至 75%，超越粤高速 A 的 70% 分红比例，为高速公路上市公司最高的分红比例水平。

五、盈利预测与投资建议

1、关键假设

1、收入：我们预计 2023-2025 年收费公路业务营业收入分别为 39.81 亿元/41.98 亿元/43.39 亿元，分别同比增长 7.0%/5.4%/2.5%，其中 2023 年由于疫后车流复苏，车流量增幅较高，但车流增长主要为客车车流，对于单车通行均价有一定拉低作用，我们预计 2024-2025 年车流量总体保持小幅微增，车流均价基本持平。

2、毛利率：我们预计 2023-2025 年毛利率（剔除建造期收入与成本）分别为 64.4%/65.4%/66.4%，毛利率提升主要来自于在收入增长条件下折旧摊销营业成本相对稳定，部分道路路网完善，车流量预计增长较快，盈利能力提升。

表 5 主营业务收入拆分及预测

单位: 百万元	2021 年	2022 年	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
收费公路业务	3866	3720	3981	4198	4339
合宁高速公路	1182	1179	1369	1445	1484
高界高速公路	878	910	906	947	973
连霍高速公路	255	249	284	299	307
宁淮高速公路天长段	113	112	120	125	129
205 国道天长段新线	61	68	92	97	100
宣广高速公路	657	528	398	397	431
广祠高速公路	138	116	106	110	113
宁宣杭高速公路	111	100	267	318	333
安庆长江公路大桥	341	327	308	322	331
岳武高速公路	130	131	131	136	140
建造期收入/成本		1418	2126	3189	638
其他	54	69	71	73	75
营业收入合计	3921	5206	6179	7460	5052
营业收入 YOY	48.9%	32.8%	18.7%	20.7%	-32.3%
毛利	2340	2251	2611	2794	2933
毛利率	59.7%	43.2%	42.3%	37.4%	58.1%
毛利率 (不含建造期收入/成本)	59.7%	59.4%	64.4%	65.4%	66.4%

资料来源: 公司公告, HTI

公司疫后弹性复苏, 改扩建放量+路网畅通带来业绩弹性, 分红率高且有所提升。我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 17.24/18.66/19.69 亿元, 对应 EPS 分别为 1.04/1.12/1.19。高股息、稳增长、类债券、现金流良好的高速公路标的具备较高防御属性与配置价值, 经济震荡、利率下行或有利高速公路板块及皖通高速估值提升, 给予 2024 年 11 倍 PE 估值, 对应目标价为 12.37 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 6 公司盈利预测表 (百万元)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入	3921	5206	6179	7460	5052
二、营业成本	1581	2955	3543	4641	2092
三、营业利润	2119	1976	2366	2565	2707
四、税前利润	2119	1977	2370	2565	2707
减: 所得税	574	563	593	641	677
五、净利润	1545	1414	1778	1923	2030
六、归属母公司所有者净利润	1514	1445	1724	1866	1969
总股本 (百万股)	1659	1659	1659	1659	1659
全面摊薄每股收益 (元/股)	0.91	0.87	1.04	1.12	1.19

资料来源: 公司 2021 年及 2022 年财报, HTI

表 7 可比公司估值表

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
001965	招商公路	0.71	0.91	1.00	13.8	10.7	9.8
000429	粤高速 A	0.61	0.79	0.85	13.8	10.7	9.9
600350	山东高速	0.50	0.71	0.76	13.8	9.8	9.1
600377	宁沪高速	0.87	0.92	1.00	11.9	11.2	10.3
600548	深高速	0.84	1.09	1.25	10.8	8.3	7.2
601107	四川成渝	0.25	0.47	0.55	17.3	9.1	7.8
	平均	0.63	0.81	0.90	13.6	10.0	9.0
600012	皖通高速	0.87	1.04	1.12	12.4	10.4	9.6

资料来源: Wind 注: 估值日 2023 年 12 月 28 日, 宁沪高速预期 EPS 采用 HTI 盈利预测, 其他可比公司预期 EPS 采用 Wind 一致预期

风险

车流量增速放缓, 通行费率大幅下调, 改扩建负面影响超预期, 收购失败, 利率上涨等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5,206	6,179	7,460	5,052
每股收益	0.87	1.04	1.12	1.19	营业成本	2,955	3,543	4,641	2,092
每股净资产	7.19	7.68	8.08	8.48	毛利率%	43.2%	42.7%	37.8%	58.6%
每股经营现金流	1.17	2.02	1.86	1.09	营业税金及附加	30	25	26	25
每股股利	0.55	0.73	0.79	0.83	营业税金率%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	0	0	0	0
P/E	12.59	10.55	9.75	9.24	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	1.53	1.43	1.36	1.29	管理费用	164	151	153	152
P/S	3.49	2.94	2.44	3.60	管理费用率%	3.2%	2.5%	2.1%	3.0%
EV/EBITDA	4.67	5.97	6.07	5.91	EBIT	2,073	2,460	2,640	2,783
股息率%	5.0%	6.6%	7.2%	7.6%	财务费用	144	160	156	177
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.8%	2.6%	2.1%	3.5%
毛利率	43.2%	42.7%	37.8%	58.6%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	27.8%	27.9%	25.0%	39.0%	投资收益	38	66	80	101
净资产收益率	12.1%	13.5%	13.9%	14.0%	营业利润	1,976	2,366	2,565	2,707
资产回报率	6.8%	7.7%	7.5%	8.0%	营业外收支	1	5	0	0
投资回报率	7.3%	8.8%	8.6%	8.6%	利润总额	1,977	2,370	2,565	2,707
盈利增长 (%)					EBITDA	3,015	3,353	3,533	3,676
营业收入增长率	32.8%	18.7%	20.7%	-32.3%	所得税	563	593	641	677
EBIT 增长率	-5.1%	18.7%	7.3%	5.4%	有效所得税率%	28.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-4.6%	19.3%	8.2%	5.6%	少数股东损益	-31	53	58	61
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1,445	1,724	1,866	1,969
资产负债率	36.6%	35.8%	39.1%	36.0%					
流动比率	3.78	2.85	2.63	7.93	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.78	2.82	2.60	7.85	货币资金	4,731	4,727	4,798	5,045
现金比率	3.43	2.66	2.44	7.45	应收账款及应收票据	0	0	0	0
经营效率指标					存货	5	5	8	-2
应收账款周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	其它流动资产	478	339	374	327
存货周转天数	0.62	0.50	0.50	0.50	流动资产合计	5,214	5,071	5,179	5,370
总资产周转率	0.25	0.28	0.32	0.20	长期股权投资	147	150	150	150
固定资产周转率	5.32	6.99	10.01	8.34	固定资产	954	815	675	536
					在建工程	260	260	260	260
					无形资产	13,452	14,825	17,261	17,145
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	非流动资产合计	16,089	17,305	19,602	19,347
净利润	1,445	1,724	1,866	1,969	资产总计	21,303	22,376	24,782	24,717
少数股东损益	-31	53	58	61	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	943	893	893	893	应付票据及应付账款	605	969	1,094	-164
非经营收益	143	137	123	124	预收账款	41	37	45	30
营运资金变动	-562	537	151	-1,232	其它流动负债	731	771	827	810
经营活动现金流	1,938	3,344	3,090	1,815	流动负债合计	1,378	1,777	1,966	677
资产	-1,303	-2,122	-3,189	-638	长期借款	6,202	6,011	7,511	8,011
投资	-413	18	0	0	其它长期负债	219	219	219	219
其他	-761	66	80	101	非流动负债合计	6,421	6,229	7,729	8,229
投资活动现金流	-2,477	-2,038	-3,110	-537	负债总计	7,799	8,006	9,695	8,906
债权募资	1,508	-191	1,500	500	实收资本	1,659	1,659	1,659	1,659
股权募资	1,051	0	0	0	归属于母公司所有者权益	11,925	12,737	13,396	14,059
其他	-2,476	-1,120	-1,410	-1,531	少数股东权益	1,580	1,633	1,691	1,752
融资活动现金流	83	-1,311	90	-1,031	负债和所有者权益合计	21,303	22,376	24,782	24,717
现金净流量	-456	-5	71	247					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 12 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司 2022 年财报, HTI

APPENDIX 1

Summary

Remaining lifespan of core road assets is long, with strong reinvestment capability in the primary business. The overall road assets are mainly inter-provincial trunk lines with extended remaining lifespans. Core road assets such as Hening Expressway, Xuanguang Expressway, and Gaojie Expressway are progressively undergoing improvements and expansions. The operational lifespan is expected to be extended by 25-30 years. Primary business reinvestment focuses on expansions and acquiring high-quality road assets, offering higher returns and reinforcing operational sustainability.

Revenue potential unleashed: 1) Anhui region maintains a relatively high long-term GDP growth rate in the country, attracting industrial shifts, and displaying robust economic vitality supporting the increase in regional traffic flow. Anhui Province's car ownership increased by 23.9% in 2022 compared to 2019, emphasizing the noteworthy growth in regional traffic flow. 2) The proportion of freight trucks in the Anhui region is significant, offering high income elasticity during cyclical upturns. 3) By the end of 2022, Hening Expressway completed the expansion from four lanes to eight lanes along its entire length, resulting in a doubling of traffic flow compared to pre-expansion levels. Xuanguang Expressway is expected to complete the expansion from four lanes to eight lanes by the end of 2024, potentially leading to a significant increase in traffic flow.

Reduced cost proportion: 1) Using straight-line depreciation for road asset amortization, operational costs constitute fixed costs. Gross profit margins tend to increase with toll revenue growth, showcasing considerable performance elasticity. 2) Healthy debt levels with finance expense and period expense ratios significantly lower than peers. Assuming no major capital expenditures, the overall finance expenses of the company are expected to decrease, while management expenses are predicted to remain relatively stable.

High-profit capability with a steadily increasing dividend payout ratio. The dividend payout ratio reached 63% in 2022 and is projected to further rise to 70%. If the acquisition of the Liuwu Expressway proceeds, the offering price is expected to increase, thereby reducing the dilution ratio of equity. A successful implementation of this acquisition could further raise the dividend payout ratio, potentially reaching 75% between 2023 and 2025.

Earnings and valuation: We expect the company's net profit in FY23-25E to be Rmb1.724/1.866/1.969 billion and EPS to be Rmb1.04/1.12/1.19, respectively. We assigned FY24PE of 11x and derive the target price of Rmb12.37. We initiate the coverage with Outperform rating.

Risks: Slowing traffic growth, significant toll rate reductions, adverse effects from property expansions exceeding expectations, failed acquisitions, rising interest rates, etc.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The company is advancing road-area environmental enhancement projects to facilitate the 'greenification' of the expressways, aiming to explore the development of 'zero-carbon' industrial zones.

Social:

The company places a strong emphasis on protecting the rights and interests of its employees and prioritizes social welfare initiatives.

Governance:

Corporate governance is stable.

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，骆雅丽，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。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yali Luo, 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. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。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. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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).

001965.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。

001965.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

泰州蓝德环保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。

泰州蓝德环保科技有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从泰州蓝德环保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 泰州蓝德环保科技有限公司.

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

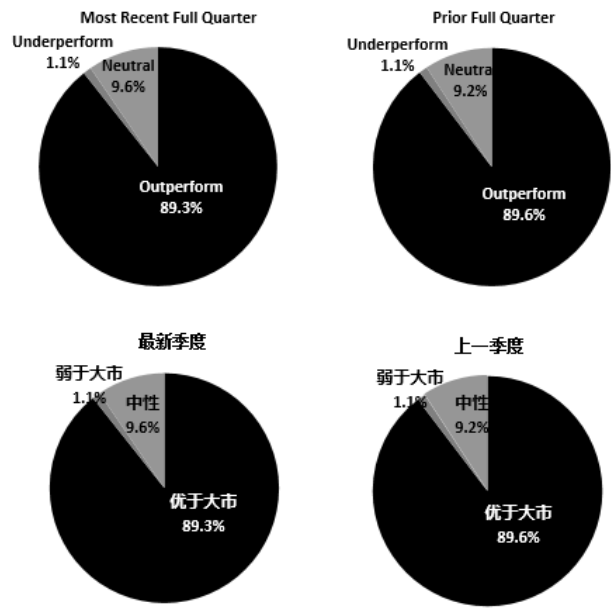
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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 2023 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	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

*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 September 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

*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.

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

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。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

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").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

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>