

特种单体和助剂细分龙头，新产能投放带来长期成长空间

603125 CH
Jiangsu Evergreen Material Technology
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb41.72

Wei Liu
wei.liu@htisec.com

Weirong Sun
wr.sun@htisec.com

投资要点:

- 深耕精细化工企业，2019-2022 年营收复合增长率 21.07%。**1) 公司是一家主要从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售的高新技术企业。2) 公司 2019-2022 年营收复合增长率 21.07%，归母净利润复合增长率 35.03%，根据常青科技招股说明书及 2022 年度报告，2022 年营收增长得益于公司销售规模上升，经营业绩增长，原材料价格上涨导致售价提高。3) 2019-2022 年高分子新材料特种单体产品营业收入占营业收入比例分别为 49.42%、51.86%、52.52%、57.26%，高分子新材料专用助剂产品营业收入占营业收入比例分别为 36.37%、38.23%、38.94%、34.50%。
- 精细化工行业有望迎来广阔市场，单个产品市场竞争压力小。**1) 随着我国经济的稳定增长、工业化及信息化进程的不断深入、产业结构的调整升级，尤其是国家对精细化工行业重视程度的不断提高，公司认为未来我国精细化工行业将迎来良好机遇和广阔市场。2) 公司所处行业内单个产品生产企业数量较少，市场集中度较高，市场竞争压力较小，利润水平较为稳定。
- 公司与多家企业建立良好合作关系，储备 2-乙烯基萘、PL-30 助剂等高品质产品。**1) 公司已与离子交换树脂生产知名企业蓝晓科技、苏青集团、漂莱特集团、德国朗盛、美国杜邦；PVC 稳定剂生产知名企业德国熊牌、韩国 KD；以及中国石油、中国石化、荣盛石化、恒逸石化等知名企业或其子公司建立了良好的合作关系。2) 公司储备 2-乙烯基萘、PL-30 助剂等高品质产品，助力下游实现国产化。
- 布局特种聚合材料助剂及电子专用材料新产能，公司预计 2025 年投产。**1) 公司现有高分子新材料特种单体产能 3.5 万 t/a，主要生产二乙烯萘、 α -甲基苯乙烯、甲基苯乙烯、二异丙烯基萘等产品；特种单体中间体产能 5 万 t/a；高分子新材料生产助剂 2.8 万 t/a，包括亚磷酸三苯酯 1.4 万 t/a，亚磷酸三苯酯衍生物及无酚亚磷酸酯 1.4 万 t/a。2) 公司募集资金投资于特种聚合材料助剂及电子专用材料制造项目，投资总额 12.15 亿元，计划建设周期 30 个月。投产后公司预计主要新增甲基苯乙烯(间/对/混)、 α -甲基苯乙烯年产能 50000 吨，二异丙烯基萘(间/对)年产能 10000 吨，二乙萘、甲乙萘年产能 10000 吨，PL-30 年产能 30000 吨，亚磷酸三苯酯年产能 10000 吨，亚磷酸三苯酯衍生物年产能 10000 吨，无酚亚磷酸酯年产能 10000 吨。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计常青科技 23-25 年归母净利润分别为 203、287、407 百万元，对应 EPS 分别为 1.06 元、1.49 元、2.12 元。综合来看，我们给予 2024 年常青科技 28 倍 PE 估值，对应目标价 41.72 元，首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。

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，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	758	964	1015	1285	1928
(+/-)YoY(%)	34.7%	27.1%	5.3%	26.6%	50.1%
净利润(百万元)	144	191	203	287	407
(+/-)YoY(%)	11.8%	32.7%	6.6%	41.1%	42.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.75	0.99	1.06	1.49	2.12
毛利率(%)	30.0%	30.7%	30.6%	30.5%	30.9%
净资产收益率(%)	21.9%	22.8%	9.4%	11.7%	14.3%

资料来源：公司年报(2021-2022)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 深耕精细化工企业，2019-2022 年营收复合增长率 21.07%.....	5
1.1 深耕精细化工企业，细分行业领域重要生产厂家.....	5
1.1.1 深耕精细化工行业，布局特种聚合物材料助剂及电子专用材料新产能.....	5
1.1.2 公司实际控制人金连琴、孙秋新、孙杰持有 63.88%股份.....	6
1.2 高分子新材料特种单体及专用助剂系主要收入来源，2019-2022 年营收复合增长率 21.07%.....	7
2. 精细化工行业有望迎来广阔市场，单个产品市场竞争压力小.....	8
2.1 精细化工行业有望迎来广阔市场，公司高分子新材料下游应用范围较为广泛	8
2.2 我们认为离子交换树脂、并网风电装机、PVC 树脂市场前景广阔，有望带动上游材料需求增长.....	9
2.3 公司所处行业内单个产品市场竞争压力较小，在多个领域内具有技术优势..	10
3. 公司与多家企业建立良好合作关系，储备 2-乙烯基萘、PL-30 助剂等高品质产品...	11
3.1 精细化工行业下游客户具有一定粘性，公司与多家企业建立良好合作关系 ..	11
3.2 公司储备 2-乙烯基萘、PL-30 助剂等高品质产品，助力下游实现国产化.....	11
3.2.1 2-乙烯基萘是高端光刻胶国产化的重要原材料.....	11
3.2.2 亚磷酸酯 PL-30 是尼龙 66 国产化“卡脖子”原材料己二腈生产所需的重要助剂	12
4. 盈利预测.....	12
5. 风险提示.....	14
财务报表分析和预测	错误!未定义书签。

图目录

图 1	公司主要产品在 高分子新材料产业链中位置示意图	5
图 2	公司历史发展	5
图 3	公司股权图（截至 2023 年 12 月）	6
图 4	2019-2022 年公司营业总收入与同比增速	7
图 5	2019-2022 年公司归母净利润与同比增速	7
图 6	2019-2022 年公司营业收入结构	7
图 7	2019-2022 年公司分业务毛利	7
图 8	2019-2022 年公司净利率与毛利率	8
图 9	2019-2022 年三项费用率（包括研发费用）	8
图 10	2015-2021 年中国离子交换树脂产量及增速	9
图 11	2014-2021 年中国并网风电装机容量及增速情况	9
图 12	2015-2021 年中国 PVC 树脂年产量及增速	10
图 13	2019-2022 年公司前五名客户销售额占营收比例	11
图 14	2019-2022 年公司前五名客户销售额及增速	11
图 15	2017-2022 年中国光刻胶市场规模及增速	12

表目录

表 1	公司现有在建产能及项目（截至 2023 年 12 月）	6
表 2	常青科技主要产品及主要下游应用.....	8
表 3	常青科技国内竞争对手汇总.....	10
表 4	国内主要己二腈投产装置进展情况.....	12
表 5	常青科技分业务盈利预测.....	13
表 6	常青科技可比公司估值表.....	14

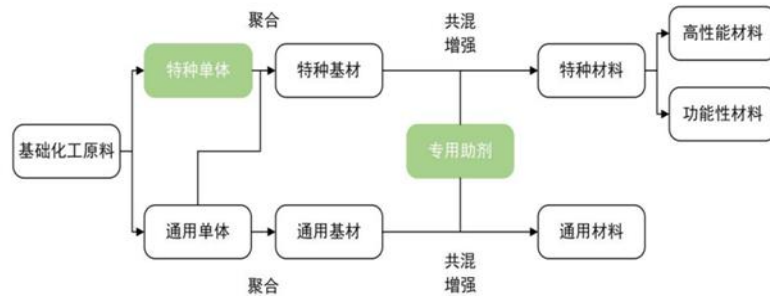
1. 深耕精细化工企业，2019-2022 年营收复合增长率 21.07%

1.1 深耕精细化工企业，细分行业领域重要生产厂家

1.1.1 深耕精细化工行业，布局特种聚合材料助剂及电子专用材料新产能

根据常青科技招股说明书，公司是一家主要从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售的高新技术企业。自成立以来，公司始终专注于精细化工行业的深耕，经过多年发展，已构建了成熟高效的研发、生产、销售体系。公司高分子新材料特种单体包括二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯和甲基苯乙烯等，主要用于离子交换树脂、改性丙烯酸树脂涂料、高温改性 ABS 树脂、高品质合成香精、改性绝缘浸渍漆、环保涂料及特种橡胶等领域；高分子新材料专用助剂包括亚磷酸三苯酯系列、亚磷酸三苯酯衍生物系列、无酚亚磷酸酯系列，主要用于聚氯乙烯 (PVC) 塑料改性、聚氨酯热塑性弹性体 (TPU)、SBS 热塑性弹性体等领域。基于核心技术和工艺，公司多项产品在品类丰富度、产品质量、创新性等方面均达到国际先进水平，是细分行业领域的重要生产厂家。

图1 公司主要产品在高分子新材料产业链中位置示意图



注：绿色为公司目前主要产品。

资料来源：常青科技招股说明书，HTI

根据常青科技招股说明书，公司于 2010 年设立常青树有限公司。自设立以来，公司始终坚持以市场和技术为导向，专注于高分子新材料性能的改善和功能的增强，不断实现产业链的完善、生产能力的提高、产品品质的提升和种类的丰富以及下游应用的推广。

图2 公司历史发展



资料来源：常青科技招股说明书，常青科技首次公开发行股票主板上市公告书，HTI

公司现有高分子新材料特种单体产能 3.5 万 t/a，主要生产二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯、甲基苯乙烯、二异丙烯基苯等产品；特种单体中间体产能 5 万 t/a；高分子新材料生产助剂 2.8 万 t/a，包括亚磷酸三苯酯 1.4 万 t/a，亚磷酸三苯酯衍生物及无酚亚磷酸酯 1.4 万 t/a。

根据常青科技招股说明书，公司募集资金投资于特种聚合材料助剂及电子专用材料制造项目。该项目投资总额 12.15 亿元，建设地点位于江苏省镇江新区青龙山路以东，计划建设周期 30 个月。投产后公司预计主要新增甲基苯乙烯（间/对/混）、 α -甲基苯乙烯年产能 50000 吨，二异丙烯基苯（间/对）年产能 10000 吨，二乙苯、甲乙苯年产能 10000 吨，PL-30 年产能 30000 吨，亚磷酸三苯酯年产能 10000 吨，亚磷酸三苯酯衍生物年产能 10000 吨，无酚亚磷酸酯年产能 10000 吨。

表 1 公司现有在建产能及项目（截至 2023 年 12 月）

产品种类	产品名称	单位	已有产能	在建产能	备注
高分子新材料特种单体	二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯、甲基苯乙烯	万吨/年	2.5	5.05	在建产能均来自特种聚合材料助剂及电子专用材料制造项目，公司预计 2025 年完工，产能包括间/对/混甲基苯乙烯、 α -甲基苯乙烯 5 万 t/a，间/对/混二甲基苯乙烯、1/2-乙炔苯、对叔丁基苯乙烯、间/对/混二乙炔苯 500t/a。
	特种单体中间体	万吨/年	5	1	在建产能包括甲乙苯、二乙苯等。
	二异丙烯基苯	万吨/年	1	1	在建产能包括间/对二异丙烯基苯。
高分子新材料专用助剂	亚磷酸三苯酯	万吨/年	1.4	4	在建产能包括 PL-30 3 万 t/a，亚磷酸三苯酯 1 万 t/a。
	无酚亚磷酸酯，亚磷酸三苯酯衍生物	万吨/年	1.4	2	在建产能包括无酚亚磷酸酯 1 万 t/a，亚磷酸三苯酯衍生物 1 万 t/a。

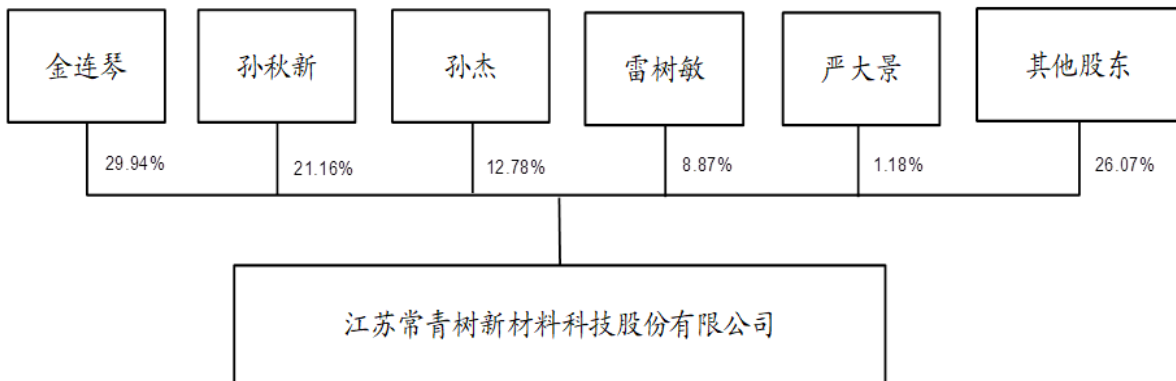
资料来源：常青科技招股说明书，0516-上午-机构调研(访谈)活动记录，0517 机构调研(访谈)活动记录，HTI

1.1.2 公司实际控制人金连琴、孙秋新、孙杰持有 63.88% 股份

截至 2023 年 12 月，公司实际控制人及最终控制人为金连琴、孙秋新、孙杰，分别持有公司 29.94%、21.16%、12.78% 股份。

截至 2024 年 1 月 13 日，根据公司于 2023 年 11 月 10 日和 2024 年 1 月 13 日发布的《关于设立全资子公司的公告》，公司设立 2 家全资子公司；根据常青科技招股说明书，公司持有江苏镇江农村商业银行股份有限公司 0.34% 的股份，持股比例较低，仅作为投资用途。

图3 公司股权图（截至 2023 年 12 月）



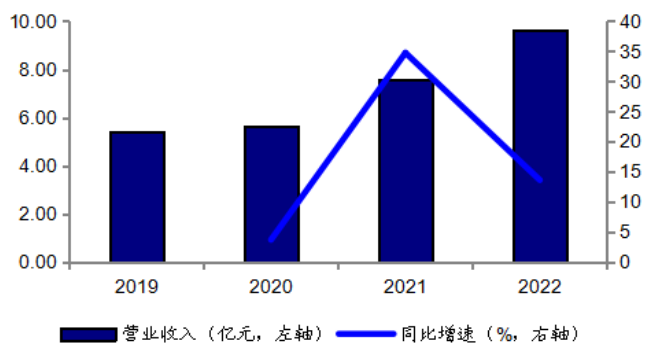
资料来源：Choice，HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2 高分子新材料特种单体及专用助剂系主要收入来源，2019-2022 年营收复合增长率 21.07%

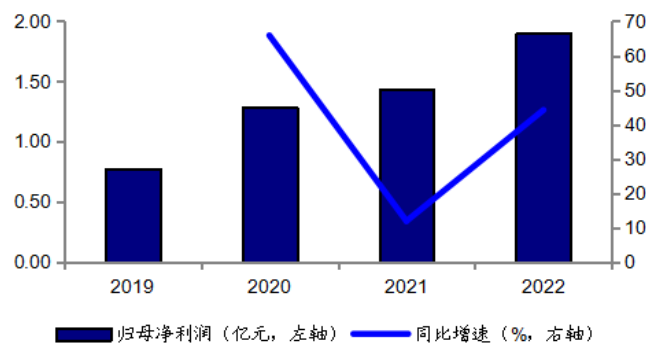
公司 2019-2022 年营收复合增长率 21.07%，归母净利润复合增长率 35.03%。根据 Choice 数据，2019-2022 年，公司营业收入从 5.43 亿元增长到 9.64 亿元，年复合增长率 21.07%；归母净利润从 0.77 亿元增长到 1.91 亿元，年复合增长率 35.03%。根据常青科技招股说明书和 2022 年度报告，公司 2022 年营收增长得益于公司销售规模上升，经营业绩增长，原材料价格上涨导致售价提高；其中 2022 年 7-12 月业绩增长主要来源于公司高分子新材料特种单体产品销量和收入的增长。

图4 2019-2022 年公司营业总收入与同比增速



资料来源: Choice, HTI

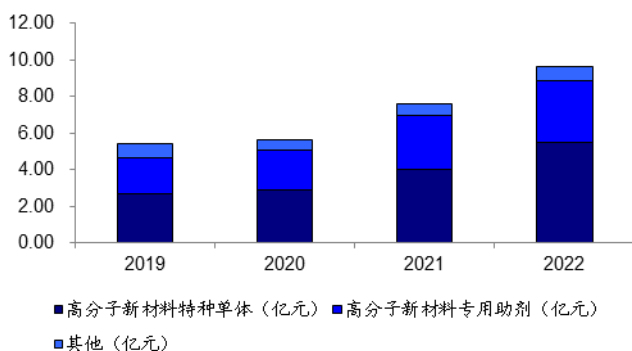
图5 2019-2022 年公司归母净利润与同比增速



资料来源: Choice, HTI

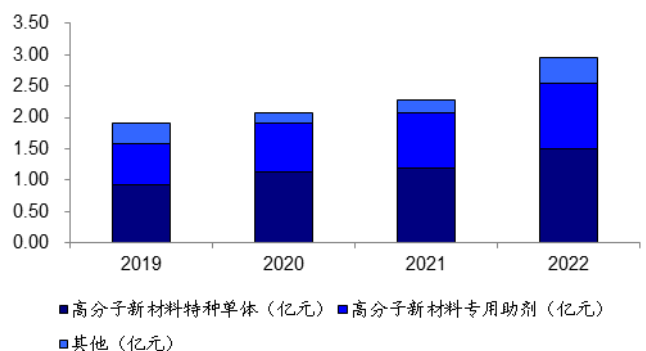
2019-2022 年高分子新材料特种单体产品营业收入占营业收入比例分别为 49.42%、51.86%、52.52%、57.26%，高分子新材料专用助剂产品营业收入占营业收入比例分别为 36.37%、38.23%、38.94%、34.50%。根据 Choice 数据，2019-2022 年高分子新材料特种单体产品毛利率分别为 34.72%、38.89%、29.83%、27.02%，高分子新材料专用助剂产品毛利率分别为 33.19%、35.87%、30.17%、31.54%。根据常青科技 2022 年度报告，一方面，随着业务发展，公司产品销量增加，另一方面，受全球大宗原料及能源价格上涨的影响，产品售价相应提升，2022 年公司营业收入较 2021 年增加较多，成本相应增加，毛利率基本持平。

图6 2019-2022 年公司营业收入结构



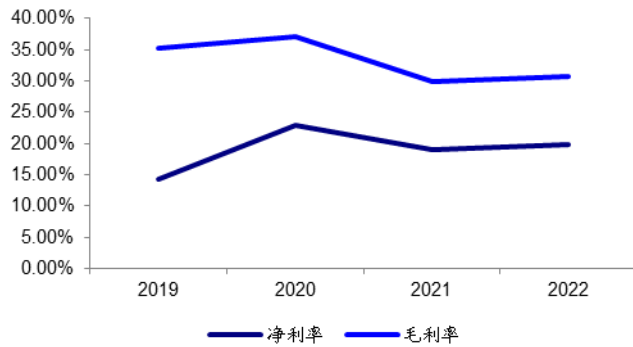
资料来源: Choice, HTI

图7 2019-2022 年公司分业务毛利

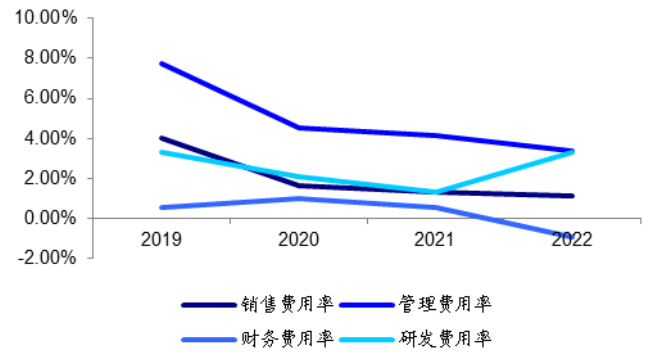


资料来源: Choice, HTI

2019-2022 年公司综合毛利率分别为 35.31%、37.09%、29.99%、30.68%，净利率分别为 14.26%、22.82%、18.94%、19.79%。根据常青科技招股说明书，精细化工的技术门槛能帮助企业构筑竞争壁垒，使产品价格和毛利率稳定在相对高位。

图8 2019-2022 年公司净利率与毛利率


资料来源: Choice, HTI

图9 2019-2022 年三项费用率 (包括研发费用)


资料来源: Choice, HTI

2022 年财务费用同比下降 349.09 个百分点, 研发费用同比上升 223.39 个百分点。根据 Choice 数据和相应计算, 2019-2022 年公司销售费用率分别为 3.99%、1.65%、1.27%、1.08%, 管理费用率分别为 7.75%、4.55%、4.14%、3.39%, 财务费用率分别为 0.52%、0.97%、-0.97%、-0.97%, 研发费用率分别为 3.32%、2.06%、1.29%、3.28%。根据常青科技 2022 年度报告, 2022 年财务费用变动主要系 2022 年美元兑人民币汇率上涨产生较大的汇兑收益, 研发费用变动主要系 2022 年新产品研发投入增加。

2. 精细化工行业有望迎来广阔市场, 单个产品市场竞争压力小

2.1 精细化工行业有望迎来广阔市场, 公司高分子新材料下游应用范围较为广泛

我国精细化工行业有望迎来广阔市场。根据常青科技招股说明书, 公司属于精细化工行业。相对于年生产规模达百万吨级乃至千万吨级的基础化学品, 精细化工品瞄准细分市场, 主要解决下游应用的特定问题, 生产规模普遍较小, 技术门槛高, 呈现专、精、特、新的特点。根据常青科技招股说明书, 2016 年, 我国精细化工率只有 48%, 美国、欧盟及日本等发达经济体已经达到或超过 60%, 瑞士更是高达 95%。随着我国经济的稳定增长、工业化及信息化进程的不断深入、产业结构的调整升级, 尤其是国家对精细化工行业重视程度的不断提高, 公司认为未来我国精细化工行业将迎来良好机遇和广阔市场。

公司致力于高分子新材料的制造、改性, 下游应用范围较为广泛。公司致力于为下游高分子新材料的产品制造、性能改善、功能增强提供支撑, 开发出多品类特种单体和专用助剂产品, 下游应用范围较为广泛。根据常青科技招股说明书, 高分子新材料又称聚合物材料, 是一类以高分子量化合物为基材, 经过加工改性得到的在一定条件下能满足使用要求的具有一定物理形态的物质。高分子新材料的应用一直伴随着人类社会的进步与发展, 在日常生活、机械建筑、工程技术等领域扮演着不可或缺的角色。

表 2 常青科技主要产品及主要下游应用

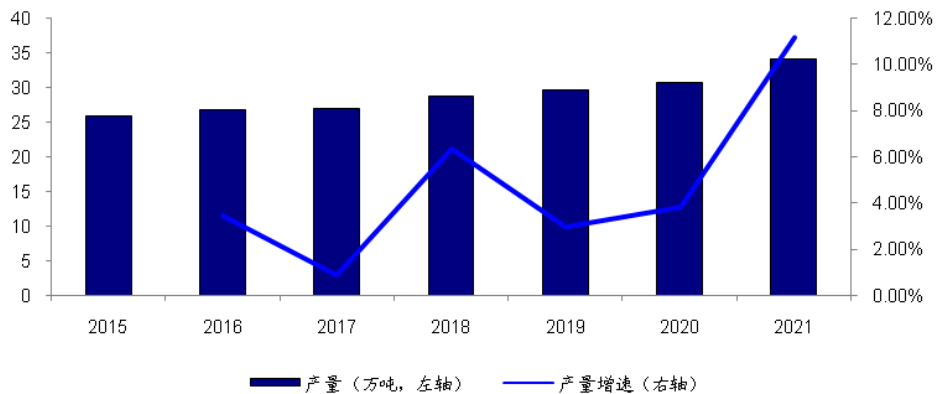
产品名称	主要下游应用
二乙苯	离子交换树脂
α-甲基苯乙烯	改性丙烯酸树脂涂料、合成香精、改性 ABS 树脂
甲基苯乙烯	改性绝缘浸渍漆, 公司甲基苯乙烯的主要应用领域是风电电机及高铁辅助电机绝缘系统的处理
二异丙稀基苯	特种涂料树脂、特种橡胶、军品级材料等
对二乙苯、间二乙苯	主要用作基础化工原料对二甲苯 (PX) 生产的解吸剂、光固化引发剂 DETX 的生产
亚磷酸酯系列	聚氯乙烯 (PVC) 塑料改性、聚氨酯热塑性弹性体 (TPU)、SBS 热塑性弹性体等高分子新材料改性
PL-30	尼龙 66 原材料己二腈生产所需的重要助剂

资料来源: 常青科技招股说明书, 常青科技 2022 年度报告, HTI

2.2 我们认为离子交换树脂、并网风电装机、PVC 树脂市场前景广阔，有望带动上游材料需求增长

二乙烯苯主要下游应用离子交换树脂下游应用广泛，市场需求稳定增长，我们认为行业具有良好的发展前景。根据常青科技招股说明书，二乙烯苯主要用于离子交换树脂的生产。离子交换树脂是一类带有活性基团的网状结构的功能性高分子新材料，通常具有高比表面积、高孔隙度的形貌和结构特性，是现代工业不可缺少的产品。根据常青科技招股说明书，我国是世界上离子交换树脂最大的生产国。根据常青科技招股说明书援引中国膜工业协会离子交换树脂分会数据，我国离子交换树脂产量由 2015 年的 25.90 万吨稳定增长至 2021 年的 34.17 万吨。随着下游应用领域的不断拓宽，离子交换树脂已从传统的工业水处理领域拓展至食品及饮用水、环保、电子、核工业、生物医药、湿法冶金等多个新兴领域，对离子交换树脂上游单体、功能基团原材料以及生产工艺等多方面带来了更多的机遇和挑战。

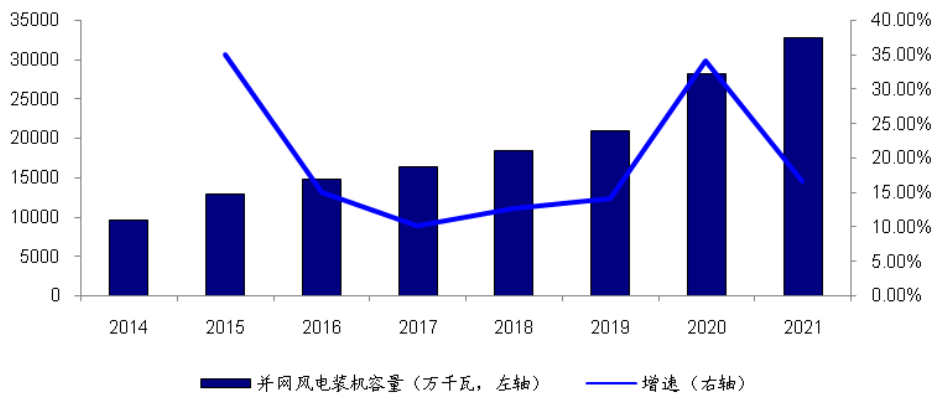
图10 2015-2021年中国离子交换树脂产量及增速



资料来源：常青科技招股说明书援引中国膜工业协会离子交换树脂分会，HTI

我国并网风电装机容量存在提升空间，有望带动甲基苯乙烯需求增长。根据常青科技招股说明书，公司甲基苯乙烯的主要应用领域是风电电机及高铁辅助电机绝缘系统的处理，其中风电领域的需求最具刚性。根据常青科技招股说明书援引国家统计局，国内并网风电装机容量由 2013 年的 7548 万千瓦增长至 2021 年的 32848 万千瓦，年复合增长率高达 20.18%，相较于我国丰富的可开发风能资源储备，还存在很大的提升空间。同时，公司认为随着我国“碳达峰、碳中和”承诺的提出，风电、核电、光电等清洁能源的发展有望进一步提速，从而带动电机绝缘系统以及上游材料需求的持续增长。

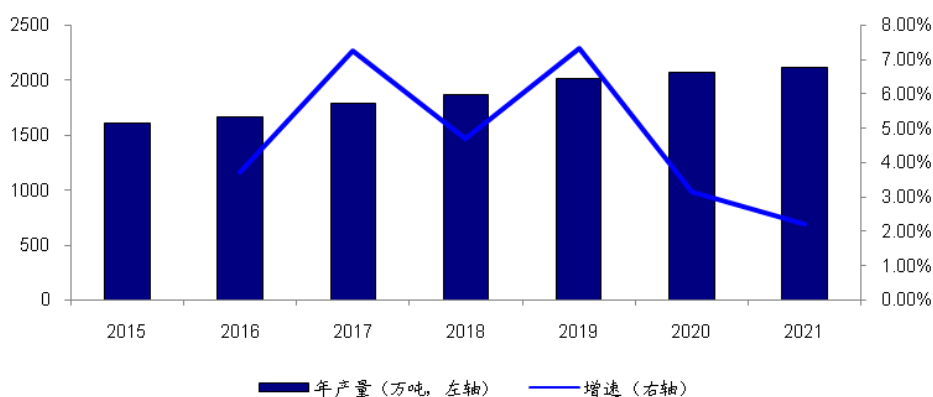
图11 2014-2021年中国并网风电装机容量及增速情况



资料来源：常青科技招股说明书援引国家统计局，HTI

2015-2021 年 PVC 树脂产量逐年提升，我们认为亚磷酸酯系列产品需求空间广阔。根据常青科技招股说明书，公司高分子新材料专用助剂包括亚磷酸三苯酯系列、亚磷酸三苯酯衍生物系列和无酚亚磷酸酯系列，统称为亚磷酸酯系列，主要作为螯合剂（辅助热稳定剂）与热稳定剂并用，增强 PVC 塑料的热稳定性及抗老化功能，从而提高 PVC 塑料加工过程中的耐热性和透明度并抑制其颜色变化，在 PVC 制品生产过程中是必须使用的助剂。另外，根据常青科技招股说明书，亚磷酸酯系列助剂在钙锌、钡锌、有机锡类等复合稳定剂中的应用较为广泛，是复合热稳定剂不可或缺的成份。根据常青科技招股说明书援引中国塑料加工协会助剂专业委员会统计数据，我国 PVC 树脂产量从 2015 年的 1609 万吨增长到 2021 年的 2120 万吨，年复合增长率约为 4.70%，产量逐年稳定提升。根据常青科技招股说明书援引中国塑料加工协会助剂专业委员会统计数据，2019 年至 2021 年全国钙锌、钡锌、有机锡类等热稳定剂合计年产量均在 50 万吨左右，较 2016 年至 2018 年间的年产量 25.80-36.80 万吨实现了大幅提升。

图12 2015-2021 年中国 PVC 树脂年产量及增速



资料来源：常青科技招股说明书援引中国塑料加工协会助剂专业委员会，HTI

2.3 公司所处行业内单个产品市场竞争压力较小，在多个领域内具有技术优势

公司所处行业内单个产品市场竞争压力较小，与主要竞争对手产品结构存在较大差异。根据常青科技招股说明书，公司所处行业内单个产品生产企业数量较少，市场集中度较高，市场竞争压力较小，利润水平较为稳定。公司与主要竞争对手均属精细化工企业，产品结构上存在较大差异。经营策略方面，均围绕在各自技术领域的积累，不断推进技术工艺的应用拓展和迭代发展，丰富产品种类以满足下游客户的差异化需求。

表 3 常青科技国内竞争对手汇总

产品	竞争对手
二乙烯苯特种单体	山东德川化工科技有限责任公司、山东宝运艾科化工有限公司、江苏安得利新材料科技有限公司
α-甲基苯乙烯特种单体	副产法生产该产品的行业内其他企业未公开披露相关产品的收入、产量等信息。
甲基苯乙烯特种单体	江苏正丹化学工业股份有限公司（正丹股份）
特种单体中间体	南京扬子石化炼化有限责任公司
亚磷酸酯系列专用助剂	营口风光新材料股份有限公司（风光股份）

资料来源：常青科技招股说明书，HTI

公司在多个领域内具有技术优势。根据常青科技招股说明书，①在二乙烯苯特种单体领域，公司基于一步法合成关键中间体二乙苯技术，并通过同分异构体择型技术和分离技术、提纯技术等，在产品品质和品类丰富度等方面达到国际先进水平；②在 α -甲基苯乙烯特种单体领域，公司采用异丙苯脱氢直接合成 α -甲基苯乙烯，含水量低，酚、酮、醛等杂质可控，获得了欧盟统一化学品管理体系 REACH 注册；③在甲基苯乙烯领域，公司最突出的优势是在高纯度标准下精准控制同分异构体间对比，被中国石油和化学工业联合会评为化工新材料 2021 年度创新产品，打破了美国戴科公司的技术垄断，达到国际先进水平；④在二乙苯领域，公司采用一步法合成二乙苯技术，并通过同分异构体择型技术和分离技术、提纯技术等，可精准控制二乙苯同分异构体的比例；⑤在亚磷酸酯系列专用助剂领域，公司针对终端 PVC 制品在色泽、透明度、润滑度等方面的不同需求，开发了数十种型号的亚磷酸酯专用助剂产品，产品丰富度在行业中处于领先地位，并通过自主研发掌握了无酚亚磷酸酯系列专用助剂生产技术，成功实现了无酚亚磷酸酯的量产和销售，取得了市场先发优势。

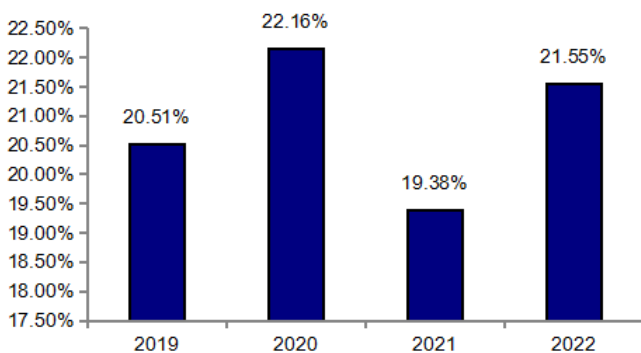
3. 公司与多家企业建立良好合作关系，储备 2-乙烯基萘、PL-30 助剂等高品质产品

3.1 精细化工行业下游客户具有一定粘性，公司与多家企业建立良好合作关系

精细化工行业具有一定的客户资源壁垒。根据常青科技招股说明书，公司下游客户主要是高分子新材料生产商，对于产品质量和安全性的要求比较高；而且由于改性配方的差异性，不同厂家的类似产品在性能指标上具有较大差异，所以客户有一定粘性，形成了一定的客户资源壁垒。

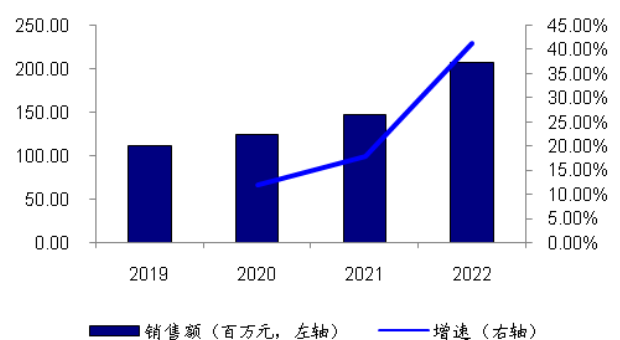
公司前五名客户销售额占营收比例稳定，与多家企业建立良好合作关系。2019-2022 年公司前五名客户销售额占营收比例分别达到 20.51%、22.16%、19.38%、21.55%。根据常青科技招股说明书，公司在高分子新材料特种单体和专用助剂领域深耕多年，整体研发能力和技术实力在国内属于领先水平，已与离子交换树脂生产知名企业蓝晓科技、苏青集团、漂莱特集团、德国朗盛、美国杜邦；PVC 稳定剂生产知名企业德国熊牌、韩国 KD；以及中国石油、中国石化、荣盛石化、恒逸石化等知名企业或其子公司建立了良好的合作关系。

图13 2019-2022 年公司前五名客户销售额占营收比例



资料来源：常青科技招股说明书，常青科技 2022 年度报告，HTI

图14 2019-2022 年公司前五名客户销售额及增速



资料来源：常青科技招股说明书，常青科技 2022 年度报告，HTI

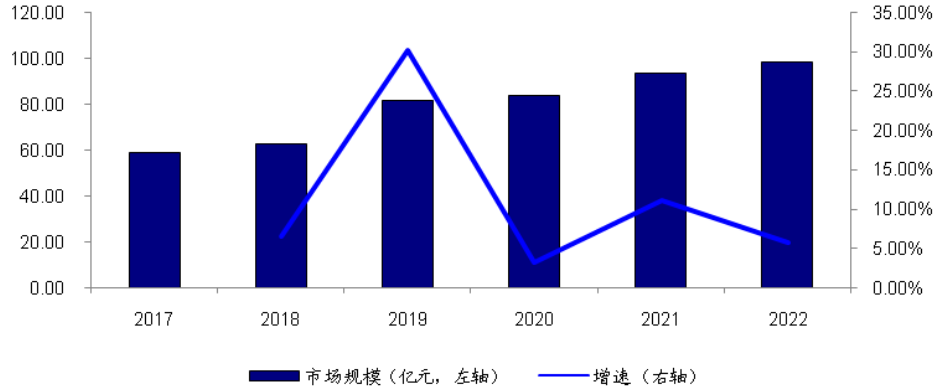
3.2 公司储备 2-乙烯基萘、PL-30 助剂等高品质产品，助力下游实现国产化

3.2.1 2-乙烯基萘是高端光刻胶国产化的重要原材料

光刻胶下游应用场景丰富，中国光刻胶市场规模年均复合增长率 10.9%。根据中商情报网公众号，光刻胶下游应用场景包括 PCB、半导体、面板显示、芯片等。根据中商情报网公众号援引中商产业研究院，我国光刻胶市场规模由 2017 年 58.7 亿元增至 2022

年 98.6 亿元，年均复合增长率为 10.9%。根据中商情报网公众号援引中商产业研究院，预计 2023 年我国光刻胶市场规模或达 109.2 亿元。

图15 2017-2022 年中国光刻胶市场规模及增速



资料来源：中商情报网公众号援引中商产业研究院，HTI

2-乙炔基萘是高端光刻胶的重要原材料之一，我们认为高端光刻胶国产化将带动 2-乙炔基萘需求增长。根据新思界，2-乙炔基萘目前已成为生产高端光刻胶的重要原材料之一，在 I 线光刻胶、G 线光刻胶、KrF 光刻胶、ArF 光刻胶、EUV 光刻胶生产场景中发挥着重要作用。根据中商情报网公众号援引中商产业研究院，我国光刻胶行业生产能力主要集中在 PCB 光刻胶等中低端产品，其中 PCB 光刻胶占比达 94%；而半导体光刻胶等高端产品仍需大量进口，自给率较低。我们认为，高端光刻胶国产化将带动 2-乙炔基萘需求增长。

3.2.2 亚磷酸酯 PL-30 是尼龙 66 国产化“卡脖子”原材料己二腈生产所需的重要助剂

国内突破尼龙 66 核心原材料己二腈生产技术壁垒，我们认为国内己二腈产能的增加将加速尼龙 66 国产化进程。根据常青科技招股说明书，多年来，“丁二烯法”合成己二腈的最佳工艺一直为国外企业垄断，导致我国虽然是尼龙 66 最大的生产国，但核心原材料己二腈全部依赖国外进口。根据智研咨询公众号和中国化学投资者互动平台，2022 年 7 月底，天辰和齐翔腾达在淄博建设的一期 20 万吨己二腈项目建成投产。这是我国第一套具有自主知识产权的丁二烯法己二腈项目。在突破己二腈生产技术壁垒后，国内多家企业纷纷开始布局己二腈项目，同时外资企业也逐渐增加在华投资。我们认为，国内己二腈产能的增加将加速尼龙 66 国产化进程。

表 4 国内主要己二腈投产装置进展情况

企业	规划产能 (万吨/年)	生产工艺	规划进度
英威达	40	丁二烯法	2022 年投产
奥升德	20	丙烯晴法	2023 年投产
天辰齐翔	50	丁二烯法	2022 年投产 20 万吨/年
华峰集团	30	己二酸法	2021 年投产 10 万吨/年； 2022 年投产 10 万吨/年
福建永荣	30	丁二烯法	2023 年投产
神马艾迪	20	丁二烯法	
曙光集团	10	丁二烯法	
古雷石化	40	丁二烯法	

资料来源：智研咨询公众号，化工网，河南省人民政府国有资产监督管理委员会援引河南日报，HTI

亚磷酸酯 PL-30 是己二腈国产化的必需品，公司预计国内每年需要消耗 45000 吨亚磷酸酯 PL-30。根据常青科技招股说明书，公司亚磷酸酯 PL-30 为国内企业研发丁二烯氢氰化合成己二腈生产工艺的重要助剂，消耗量是己二腈产量的 10%左右，为己二腈国产化的必需品，根据国内未来预计将建成的 45 万吨/年己二腈能产计算，每年需要消耗 45000 吨亚磷酸酯 PL-30。

4. 盈利预测

我们预计常青科技 23-25 年归母净利润分别为 203、287、407 百万元，对应 EPS 分别为 1.06 元、1.49 元、2.12 元。综合来看，我们给予 2024 年常青科技 28 倍 PE 估值，对应目标价 41.72 元，首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。

关键盈利预测假设：1) 销量假设：我们预计 2023-2025 年高分子新材料特种单体销量分别为 5.06 万吨、6.12 万吨、7.70 万吨，高分子新材料专用助剂销量分别为 1.52 万吨、1.76 万吨、3.70 万吨。2) 价格假设：我们预计高分子新材料特种单体 2023 年价格为 1.20 万元/吨，2024 年-2025 年价格为 1.30 万元/吨，高分子新材料专用助剂价格 2023 年价格为 2.09 万元/吨，2024 年-2025 年价格为 2.20 万元/吨。3) 新增产能假设：根据公司于 2023 年 5 月 22 日发布的《0517 机构调研(访谈)活动记录》，公司预计特种聚合材料助剂及电子专用材料制造项目将于 2025 年投产，根据常青科技招股说明书，新增产能包括高分子新材料特种单体与中间体共 7.05 万吨，高分子新材料专用助剂 6 万吨。

表 5 常青科技分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	963.61	1014.85	1284.80	1927.90
总成本 (百万元)	668.02	704.43	892.84	1331.92
总毛利 (百万元)	295.59	310.42	391.96	595.98
总毛利率 (%)	30.68%	30.59%	30.51%	30.91%
高分子新材料特种单体				
销售收入 (百万元)	551.74	606.90	795.60	1000.64
成本 (百万元)	402.67	430.90	564.88	710.46
毛利 (百万元)	149.07	176.00	230.72	290.19
毛利率 (%)	27.02%	29.00%	29.00%	29.00%
高分子新材料专用助剂				
销售收入 (百万元)	332.48	318.35	388.08	813.12
成本 (百万元)	227.61	213.29	260.01	544.79
毛利 (百万元)	104.88	105.06	128.07	268.33
毛利率 (%)	31.54%	33.00%	33.00%	33.00%
其他产品				
销售收入 (百万元)	78.41	88.60	100.12	113.13
成本 (百万元)	36.89	59.36	67.08	75.80
毛利 (百万元)	41.51	29.24	33.04	37.33
毛利率 (%)	52.95%	33.00%	33.00%	33.00%
其他业务				
销售收入 (百万元)	0.98	1.00	1.00	1.00
成本 (百万元)	0.85	0.87	0.87	0.87
毛利 (百万元)	0.12	0.13	0.13	0.13
毛利率 (%)	12.65%	13.00%	13.00%	13.00%

资料来源：常青科技招股说明书，常青科技 2022 年度报告，特种聚合材料助剂及电子专用材料制造项目环评，0516-上午-机构调研(访谈)活动记录，HTI

表 6 常青科技可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603650.SH	彤程新材	28.06	0.5	0.74	0.89	56.12	37.92	31.53
300487.SZ	蓝晓科技	46.61	1.6	1.52	2.03	29.13	30.66	22.96
	均值		1.05	1.13	1.46	42.63	34.29	27.24
603125.SH	常青科技	27.58	0.99	1.06	1.49	27.86	26.02	18.51

资料来源: Wind, HTI, 股价为 2024 年 3 月 13 日收盘价, 彤程新材、蓝晓科技每股收益均为 Wind 一致预期, 常青科技每股收益为 HTI 预测。

备注: 彤程新材业务范围包括汽车材料、电子材料和生物可降解材料等, 是国内光刻胶生产领域的龙头企业。蓝晓科技属树脂制造行业, 主要经营活动为吸附及离子交换树脂、交换分离系统装置的研发、生产和销售, 主要产品为吸附及离子交换树脂和吸附、交换分离系统装置, 彤程新材与蓝晓科技均是常青科技下游行业。

5. 风险提示

在建产能投放不及预期、宏观经济下行、产品价格下跌。

公司是一家主要从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售的高新技术企业，致力于为下游高分子新材料的产品制造、性能改善、功能增强提供支撑。公司高分子新材料特种单体包括二乙烯苯、 α -甲基苯乙烯和甲基苯乙烯等，主要用于离子交换树脂、改性丙烯酸树脂涂料、高温改性 ABS 树脂、高品质合成香精、改性绝缘浸渍漆、环保涂料及特种橡胶等领域；高分子新材料专用助剂包括亚磷酸三苯酯系列、亚磷酸三苯酯衍生物系列、无酚亚磷酸酯系列，主要用于聚氯乙烯(PVC)塑料改性、聚氨酯热塑性弹性体(TPU)、SBS 热塑性弹性体等领域。自成立以来，公司始终专注于精细化工行业的深耕，经过多年发展，已构建了成熟高效的研发、生产、销售体系，产品销往中国大陆、韩国、印度、美国、欧洲、中东、非洲等国家和地区，并与中国石油、纳微科技、蓝晓科技、苏青集团、恒逸石化、荣盛石化、德国熊牌、美国杜邦、漂莱特集团等国内外知名企业或其子公司建立了良好的合作关系。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
金连琴	39.9200
孙秋新	28.2200
孙杰	17.0300
雷树敏	11.8300
严大景	1.5800
镇江河边草股权投资管理合伙企业(有限合伙)	0.7900
镇江新区谨阳股权投资合伙企业(有限合伙)	0.6300
合 计	100.0000

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	964	1015	1285	1928
每股收益	0.99	1.06	1.49	2.12	营业成本	668	704	893	1332
每股净资产	5.79	11.20	12.69	14.80	毛利率%	30.7%	30.6%	30.5%	30.9%
每股经营现金流	0.79	0.93	1.14	1.05	营业税金及附加	6	6	8	12
每股股利	0.09	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	10	12	15	23
P/E	29.37	27.54	19.51	13.74	营业费用率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B	5.02	2.60	2.29	1.96	管理费用	33	36	45	67
P/S	4.36	5.52	4.36	2.90	管理费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	-0.86	16.14	13.34	9.49	EBIT	212	228	288	439
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-9	-6	-42	-29
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	-0.6%	-3.3%	-1.5%
毛利率	30.7%	30.6%	30.5%	30.9%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	19.8%	20.0%	22.3%	21.1%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	22.8%	9.4%	11.7%	14.3%	营业利润	221	234	330	468
资产回报率	19.6%	8.8%	11.0%	13.3%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	21.5%	9.2%	10.2%	13.4%	利润总额	221	234	330	468
盈利增长 (%)					EBITDA	232	259	347	536
营业收入增长率	27.1%	5.3%	26.6%	50.1%	所得税	30	30	43	61
EBIT 增长率	20.9%	7.7%	26.1%	52.8%	有效所得税率%	13.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	32.7%	6.6%	41.1%	42.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	191	203	287	407
资产负债率	14.1%	6.4%	6.4%	7.1%					
流动比率	6.04	15.43	11.39	7.96	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	5.09	14.46	10.34	6.82	货币资金	213	1425	980	519
现金比率	1.80	11.01	6.55	2.58	应收账款及应收票据	327	381	482	723
经营效率指标					存货	99	104	131	196
应收账款周转天数	55.04	62.59	58.17	54.16	其它流动资产	76	88	110	161
存货周转天数	53.56	51.84	47.41	44.26	流动资产合计	716	1997	1703	1598
总资产周转率	1.09	0.62	0.52	0.68	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	7.08	5.65	4.16	3.20	固定资产	171	188	430	775
					在建工程	3	26	375	585
					无形资产	70	79	88	97
					非流动资产合计	258	307	907	1471
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	974	2304	2611	3069
净利润	191	203	287	407	短期借款	13	10	7	4
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	41	59	74	111
非现金支出	24	31	59	97	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3	0	0	0	其它流动负债	64	60	68	85
营运资金变动	-98	-56	-127	-303	流动负债合计	119	129	150	201
经营活动现金流	114	179	219	201	长期借款	0	0	0	0
资产	-10	-80	-660	-660	其它长期负债	18	18	18	18
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	18	18	18	18
其他	0	0	0	0	负债总计	137	147	168	219
投资活动现金流	-10	-80	-660	-660	实收资本	144	193	193	193
债权募资	-2	-3	-3	-3	归属于母公司所有者权益	837	2156	2443	2851
股权募资	0	1133	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-16	-17	0	0	负债和所有者权益合计	974	2304	2611	3069
融资活动现金流	-18	1113	-3	-3					
现金净流量	96	1212	-444	-462					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Specializing in fine chemicals, the company saw a revenue CAGR of 21.07% from 2019 to 2022. 1) It's a high-tech enterprise focused on R&D, production, and sales of polymer new material monomers and specialty additives. 2) Revenue and net profit attributable to shareholders grew at CAGRs of 21.07% and 35.03%, respectively, from 2019 to 2022. Revenue growth in 2022 was due to increased sales volume, performance, and raw material price hikes. 3) From 2019 to 2022, the revenue share of polymer monomers increased from 49.42% to 57.26%, while specialty additives decreased from 36.37% to 34.50%.

The fine chemical industry is expected to face a broad market with low competition for individual products. 1) With China's stable economic growth and industrial upgrades, the company anticipates opportunities in the fine chemical sector. 2) The industry features few producers per product, high market concentration, and stable profit levels.

The company has established strong partnerships and reserves high-quality products like 2-vinylnaphthalene and PL-30 additives. 1) It has good relations with notable firms like Anson Resources, Rongsheng Petrochemical, and subsidiaries of PetroChina. 2) It's stockpiling quality products to support domestic production downstream.

The company is expanding into specialty polymer additives and electronic materials, expecting production to start in 2025. 1) Current capacities include 35,000 t/a of monomers like styrene and 28,000 t/a of additives. 2) With an investment of RMB 1.215 billion, new capacities for various products are planned.

Earnings Forecast and Investment Advice: We predict Jiangsu Evergreen's net profit attributable to shareholders for 2023-2025 to be RMB 203, 287, and 407 million, with EPS of RMB 1.06, 1.49, and 2.12, respectively. We assign a 28x PE for 2024, with a target price of RMB 41.72 and an Outperform rating.

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

601857.CH, 000703.CH 及 002408.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。

601857.CH, 000703.CH and 002408.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.

海通在过去的 12 个月中从 601857.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 601857.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

评级分布 Rating Distribution

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.

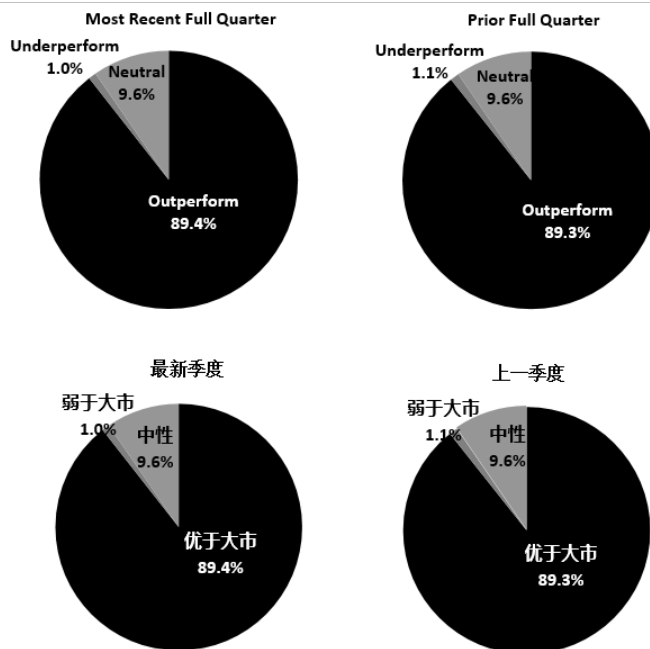
Analyst Stock Ratings

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.



截至 2023 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%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*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 December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*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

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. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”), 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, HTIJK 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) 的特牌公司。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 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 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 HTIJK 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 HTIJK 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。

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>

Jiangsu Evergreen Material Technology - 603125 CH

