

Nan Yu
nan.yu@htisec.com

Yali Luo
yl.luo@htisec.com

中国仓储物流园区 REITs：迈向智能化升级，发展潜力较大

- **交通运输、仓储和邮政业是国家经济血脉的重要组成部分。**我们判断其固定资产投资历年来的波动变化，不仅折射出中国经济发展的脉搏，也展现了政策导向对行业的深远影响。从 2004 年至 2023 年，这一领域的投资增长率历经多次起伏：2009 年，在全球金融危机余波中，中国政府推出大规模经济刺激计划，使得行业投资同比增速飙升至 48.3% 的高点，带动了基础设施建设的全面加速。然而，随着经济环境的变化，近几年行业投资增速逐渐放缓，甚至在 2021 年出现 -1.6% 的负增长。但值得注意的是，2022 年和 2023 年，随着后疫情时期的经济复苏及物流网络优化政策的实施，行业投资同比增速分别回升至 9.1% 和 10.5%。这一趋势的回升，我们判断是仓储物流领域在新时代下的再次崛起，**为仓储物流 REITs 的发展提供了坚实的投资基础和广阔的市场空间。**这些数据不仅是行业发展的注脚，更是经济调整中的先行指标，揭示了未来仓储物流行业将持续获得政策和资本的双重推动，为经济高效运转提供强劲的支持。
- **我们判断仓储物流园区的商业模式正在经历从“物流设施”向“物流生态”的深层转变。**功能定位的细分化满足了行业的多样需求，开发模式的市场化和平衡性体现了政策引导与企业自发的互动，而基础设施的升级则为园区注入了竞争活力。未来，具备多元功能、支持多式联运的仓储物流园区，将不再只是物流环节中的一个节点，而是成为区域供应链和价值链的核心平台。**对于 REITs 投资者而言，这种具有生态特征的园区将是一个高潜力的投资标的，不仅带来稳定的租金回报，还将受益于物流产业升级所带来的长期资本增值。**
- 仓储物流园区的发展正展示出中国供应链管理从“粗放型”向“精细化”和“智能化”转型的强劲趋势。在政策引导与技术创新的双重驱动下，仓储物流的智能转型加速推进，绿色高效成为行业发展新标杆。智能仓储与智慧物流的普及并非简单的设备升级，而是对传统物流模式的深层次革新：自动化管理、实时数据分析、无人化操作等技术手段大大提升了资源利用效率与操作精度，推动行业从劳动密集型向技术密集型转变。与此同时，绿色低碳理念的引入推动仓储物流园区在能源消耗、排放控制等方面更加严格，这不仅顺应了可持续发展的全球潮流，更成为企业提升竞争力、赢得市场的关键。
- **仓储物流 REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托) 不仅是一种资产证券化的形式，更是未来供应链优化与物流效率提升的重要基础。**我们判断在当前全球资本市场不确定性增加的背景下，REITs 作为一种稳定的投资工具，能为投资者提供相对较高的分红和资本增值。它通过让投资者以较低的成本参与仓储资产的投资，使这些基础设施更具流动性和增值空间。在当前经济波动的背景下，仓储物流 REITs 凭借其稳定的现金流和较低的风险，成为资本市场中不可忽视的“避风港”。
- **中国政府近年来大力支持 REITs 的发展，尤其在基础设施和公共资产领域。**通过发行仓储物流 REITs，政府旨在将社会资本引入到基础设施建设中，以减轻财政压力并实现多元化融资。这与国家“十四五”规划中提出的加强现代物流基础设施建设的战略高度一致，有助于提高供应链效率、促进产业升级。REITs 的发行不仅是金融创新，更是国家政策引导经济转型的工具，帮助政府实现“去杠杆、增效率”的目标。
- **风险提示：物流增量不及预期，园区建设不及预期，园区利润增长不及预期。**

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)

目 录

1. 通用仓储面积稳步扩展，东部引领潮头，西部奋起直追.....	6
2. 从“物流设施”到“物流生态”.....	9
3. 仓储物流园区：从“空间出租”到“智慧赋能”的利润变革.....	11
4. 仓储物流智能转型加速，绿色高效成新方向.....	14
5. 政策支持与市场需求共振，推动仓储物流 REITs 迎来发展新机遇.....	17
6. 已流通的中国仓储物流 REITs 基本信息.....	18
7. 风险提示.....	27

图目录

图 1 2004-2023 中国固定资产投资（不含农户）完成额：交通运输、仓储和邮政业：同比	6
图 2 2012-2023 固定资产投资（不含农户）完成额：装卸搬运和仓储业：同比	7
图 3 运营园区实际投资总额分布情况	7
图 4 物流园区投资强度分布情况	7
图 5 物流园区建设状态占比情况	8
图 6 物流园区投资强度分布情况	8
图 7 四大经济区域运营园区平均投资强度（万元/亩）	8
图 8 不同类型物流园区的占比	10
图 9 物流园区投资开发建设模式	10
图 10 物流园区周边 5 公里范围内高速公路通达情况	10
图 11 物流园区周边 5 公里范围内建有专类交通枢纽占比情况	10
图 12 运营园区主要服务情况	11
图 13 运营园区增值服务情况	11
图 14 运营园区基础配套服务情况	11
图 15 运营园区政务服务情况	11
图 16 运营园区物流强度分布情况（单位：万吨/平方公里·年）	12
图 17 不同类型运营园区平均物流强度（单位：万吨/平方公里·年）	12
图 18 四大经济区域运营园区平均物流强度（单位：万吨/平方公里·年）	12
图 19 不同类型物流园区平均物流业务收入	13
图 20 物流园区运营管理单位收入来源情况	13
图 21 运营园区平均物流业务收入分布情况（单位：亿元/年）	13
图 22 物流园区运营管理单位各项收入占比情况	13
图 23 物流园区实际占地面积分布	15
图 24 运营园区智慧物流投入占比分布情况	15
图 25 运营园区配备智慧物流设施设备数量情况	15
图 26 运营园区配备智慧物流设施设备占比情况	16
图 27 运营园区配备智慧物流设施设备占比情况	16
图 28 物流园区周边 20 公里范围内建有产业园区占比情况（%）	17
图 29 运营园区国内业务辐射范围分布情况（%）	17
图 30 中国电商市场规模	19

图 31 红土创新盐田港 REIT 营业收入（万元）	20
图 32 红土创新盐田港 REIT 净利润（万元）	20
图 33 华泰宝湾物流 REIT 基础设施近三年收益情况	22
图 34 中金普洛斯 REIT 营业收入	25
图 35 中金普洛斯 REIT 净利润	25
图 36 嘉实京东仓储基础设施 REIT 收益情况	27

表目录

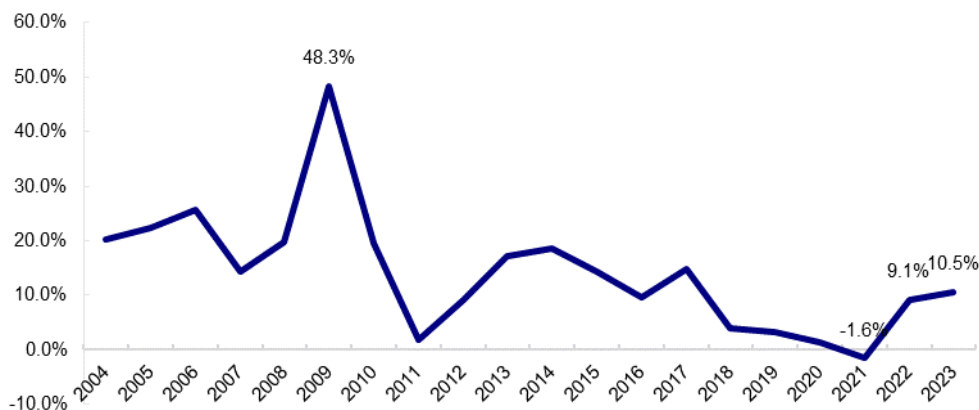
表 1 全国物流园区分布情况（个）	9
表 2 省会城市（直辖市）园区通用库房和冷藏冷冻库房最高和最低租金情况	14
表 3 红土创新盐田港 REIT 基本信息	19
表 4 红土创新盐田港 REIT 基础设施项目	20
表 5 红土创新盐田港 REIT 分红情况	20
表 6 华夏深国际 REIT 基本信息	20
表 7 华夏深国际 REIT 基础设施项目	21
表 8 华夏深国际 REIT 收益情况	21
表 9 华泰宝湾物流 REIT 基本信息	21
表 10 华泰宝湾物流 REIT 基础设施项目	22
表 11 中金普洛斯 REIT 基本信息	23
表 12 中金普洛斯 REIT 基础设施	23
表 13 中金普洛斯 REIT 分红情况	25
表 14 嘉实京东仓储基础设施 REIT 基本信息	26
表 15 嘉实京东仓储基础设施 REIT 基础设施	26
表 16 嘉实京东仓储基础设施 REIT 分红情况	26

1. 通用仓储面积稳步扩展，东部引领潮头，西部奋起直追

交通运输、仓储和邮政业是国家经济血脉的重要组成部分，我们判断其固定资产投资历年来的波动变化，不仅折射出中国经济发展的脉搏，也展现了政策导向对行业的深远影响。从 2004 年至 2023 年，这一领域的投资增长率历经多次起伏：2009 年，在全球金融危机余波中，中国政府推出大规模经济刺激计划，使得行业投资同比增速飙升至 48.3% 的高点，带动了基础设施建设的全面加速。然而，随着经济环境的变化，近几年行业投资增速逐渐放缓，甚至在 2021 年出现 -1.6% 的负增长。

但值得注意的是，2022 年和 2023 年，随着后疫情时期的经济复苏及物流网络优化政策的实施，行业投资同比增速分别回升至 9.1% 和 10.5%。这一趋势的回升，我们判断是仓储物流领域在新时代下的再次崛起，为仓储物流 REITs 的发展提供了坚实的投资基础和广阔的市场空间。这些数据不仅是行业发展的注脚，更是经济调整中的先行指标，揭示了未来仓储物流行业将持续获得政策和资本的双重推动，为经济高效运转提供强劲的支持。

图1 2004-2023 中国固定资产投资（不含农户）完成额：交通运输、仓储和邮政业：同比



资料来源：国家统计局，iFind，HTI

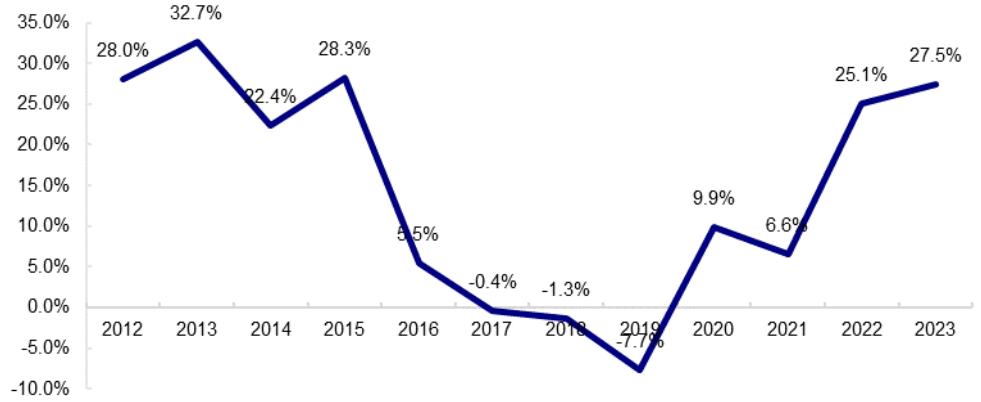
在 2012 年至 2015 年期间，装卸搬运和仓储业固定资产投资完成额的同比增速一直保持在 20% 以上，甚至在某些年份超过 30%。我们判断这一高速增长长期显示出，当时装卸搬运和仓储业在中国经济发展中的重要地位，行业内获得了大量的资金支持。这一时期的快速增长与中国物流基础设施建设的加速密切相关。为应对电商市场的崛起、城镇化加速以及快速消费品行业的需求，各地大规模建设仓储物流中心。

然而，2016 年至 2017 年，增速出现了显著放缓，几乎接近零增长。行业从之前的高速增长期逐渐进入了调整阶段。经过前几年的快速扩张，我们判断许多地区的装卸搬运和仓储设施趋于饱和，新投资项目的边际收益降低，导致企业在新建项目上的态度变得更加谨慎。同时，中国 GDP 在 2015 年后增速放缓，整体市场对投资的预期逐渐保守，叠加外部经济环境的不确定性，这些因素共同作用，导致企业在资本支出方面更加谨慎。此外，国家在这一阶段的政策重点有所转移，更多资源可能倾向于“一带一路”建设或高新技术产业的发展，这导致物流行业的投资增速随之放缓。

进入 2018 年至 2020 年，行业增速持续下滑，这表明装卸搬运和仓储业进入了一个低谷期。随着中国整体经济增速进一步放缓，市场对传统物流设施的需求下降，行业内部也开始进行结构性调整。企业逐渐减少对低效能的传统仓储项目的投资，转而将资金投入到低效能的智能仓储和自动化装卸系统上。

2021年之后，固定资产投资同比增速显著回升，重新达到20%以上。行业逐渐从调整期中恢复，并进入了新的增长阶段。随着中国经济逐渐从疫情的冲击中复苏，政府出台了一系列刺激经济的政策，并大力推动基础设施建设，以支持经济恢复。这些政策直接支持了装卸搬运和仓储业的复苏。

图2 2012-2023 固定资产投资（不含农户）完成额：装卸搬运和仓储业：同比



资料来源：国家统计局，iFind，HTI

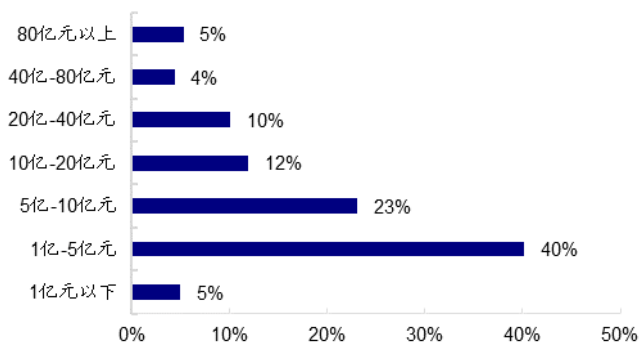
具体来看，2018年至2023年6月期间，中国的通用仓库面积稳步增长，从2.54亿平方米扩大至4.04亿平方米，年复合增长率达到8.67%。我们判断这一数据充分表明了市场需求的强劲扩张和仓储基础设施的重要性。与此同时，自2020年起，仓储面积的增速显著提升，2022年达到12.46%的高增速。我们判断这一现象反映了物流行业在政策支持、技术发展和市场需求多重推动下的迅猛扩张。

我们判断物流园区的建设不仅是仓储物流行业发展的基础设施，更是推动中国现代经济提质增效的关键动能。

“工欲善其事，必先利其器”，物流园区的持续扩张和投资力度的加大，为中国供应链的高效运转提供了坚实保障。根据2024年最新发布的全国物流园区基地调查报告，全国符合调查的物流园区数量在过去近20年中大幅增加，尤其是自2018年起，建设步伐显著加快。我们判断这一趋势不仅反映了国家政策对物流基础设施的重视，更表明了市场对高效物流网络的巨大需求和旺盛活力。在符合基地调查标准的2769家园区中，超半数园区投资总额超过5亿元，三成以上的园区投资强度在100-200万元/亩之间，这说明物流园区的发展已进入规模化和精细化阶段。

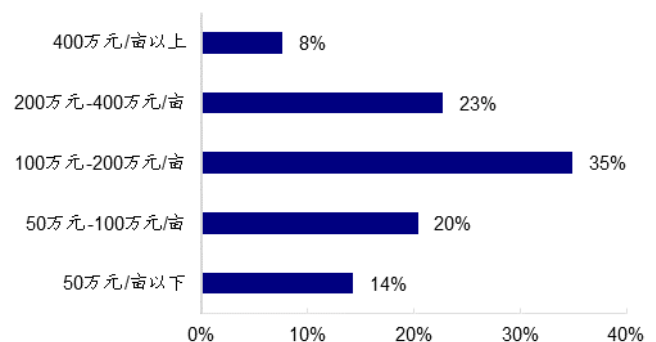
我们判断这一现象背后，正是中国经济结构调整和消费升级的驱动。随着电商、冷链物流、跨境贸易等新兴领域的兴起，物流园区不仅要承担传统的货物中转和储存功能，更逐步转型为多功能、智能化的综合服务平台。这种“量”与“质”的同步提升，折射出物流行业在服务经济发展的同时，不断自我革新、提升效能的趋势。

图3 运营园区实际投资总额分布情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

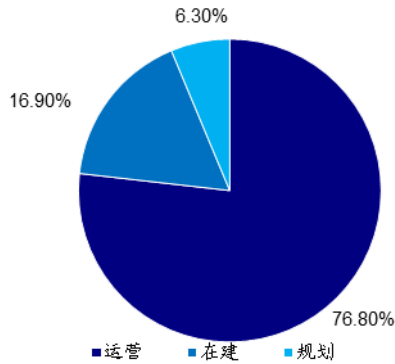
图4 物流园区投资强度分布情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

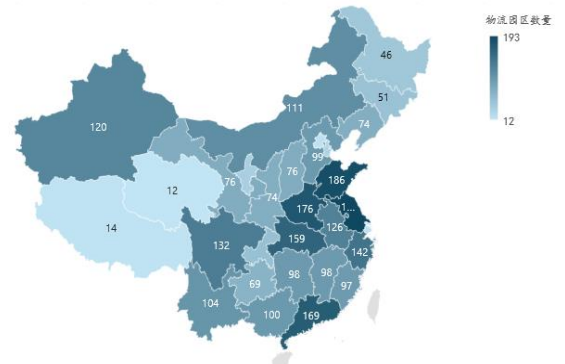
全国物流园区建设正进入一个由规划逐步落实到运营的阶段。这种快速推进的建设模式将继续增强物流能力，为市场需求的增长提供有力支持。运营状态的园区占比达到76.8%，相比2022年增长了2.2个百分点。这说明许多物流园区已经完成建设并进入实际运营阶段，表明全国物流园区的成熟度在逐步提升，物流基础设施正在更好地满足市场需求。在建状态的园区占比为16.9%，比2022年增加了1.4个百分点。这一增长反映了各地持续投资和建设物流基础设施，以应对未来的物流需求增长。这种趋势说明，物流园区的发展仍在快速推进，并且各地对物流能力的扩展有持续的需求。规划状态的园区数量占比从2022年的9.9%下降到6.3%。这意味着很多此前处于规划阶段的园区已经进入了在建或运营阶段，建设进度加快，更多的项目正在转化为实际成果，提升了物流网络的实际效能。

图5 物流园区建设状态占比情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

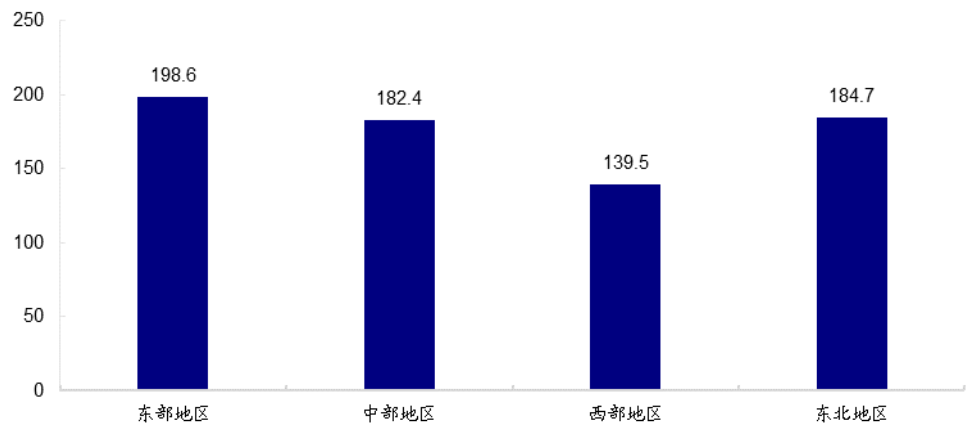
图6 物流园区投资强度分布情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

中国物流园区投资强度呈现区域差异，东部最高、东北与中部次之、西部最低，反映出区域经济发展的不均衡及战略定位。

图7 四大经济区域运营园区平均投资强度（万元/亩）



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

1) 东部地区：物流网络的核心与引领者

东部地区长期以来凭借其发达的经济基础和消费市场，成为中国物流园区建设的核心区域。从数据来看，东部地区在2024年的物流园区运营数量占比高达85.2%，并且其规划和在建数量也保持了较高水平。这一情况表明，东部地区依托市场资源和政策资源的优势，持续引领中国物流基础设施建设。

2) 中部地区：物流发展的新兴增长极

近年来，中部地区的物流园区建设逐渐加速，成为中国物流发展的重要增长极。从数据上看，中部地区在 2024 年的在建数量占比为 19.8%，比 2022 年有了显著提升，表明该区域正在积极投入物流基础设施建设。我们判断作为连接东部和西部的重要区位，中部地区的物流园区建设不仅有助于缓解东部物流网络的压力，还能提升整体物流效率，促进区域协同发展。

3) 西部地区：政策驱动下的快速扩展

西部地区在国家“一带一路”和西部大开发政策的推动下，物流园区建设步伐明显加快。数据显示，西部地区在 2024 年的在建数量占比达到 20%，是所有区域中最高的。这一数据表明，西部地区正在通过加大物流园区建设力度，以实现区域经济和物流网络的快速发展。

4) 东北地区：滞后发展中的转型机遇

与其他区域相比，东北地区的物流园区建设相对滞后。从数据来看，东北地区在 2024 年的在建和运营数量均较低，尽管有一定增长，但整体数量和占比仍显不足。我们判断反映了东北地区经济发展较缓慢、人口外流等问题对物流基础设施建设的制约。

表1 全国物流园区分布情况（个）

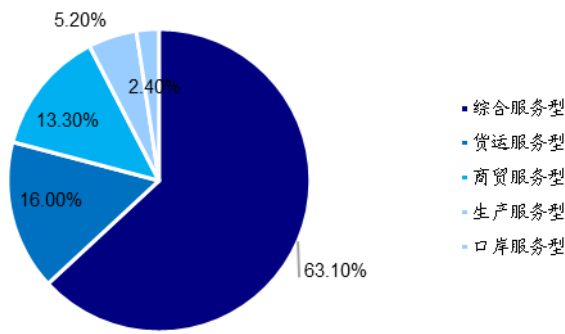
区域	调查年份	规划数量（占比）	在建数量（占比）	运营数量（占比）	合计
东部地区	2024 年	30 (3.1%)	113 (11.7%)	820 (85.2%)	963
东部地区	2022 年	48 (5.3%)	97 (10.6%)	765 (84.1%)	910
中部地区	2024 年	48 (6.5%)	145 (19.8%)	540 (73.7%)	733
中部地区	2022 年	83 (12.4%)	125 (18.6%)	462 (69.0%)	670
西部地区	2024 年	90 (10.0%)	181 (20.0%)	631 (70.0%)	902
西部地区	2022 年	106 (13.4%)	148 (18.6%)	539 (68.0%)	793
东北地区	2024 年	6 (3.5%)	29 (17.0%)	136 (79.5%)	171
东北地区	2022 年	15 (8.3%)	25 (13.9%)	140 (77.8%)	180

资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

2. 从“物流设施”到“物流生态”

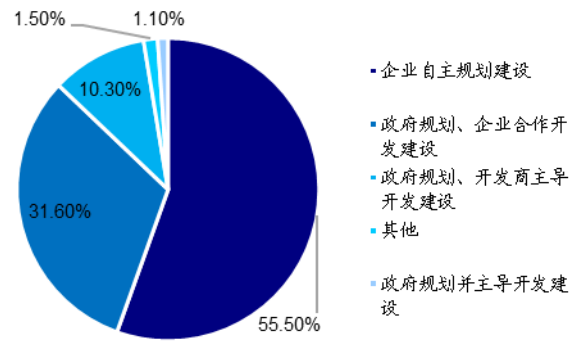
我们判断仓储物流园区的商业模式正在经历从“物流设施”向“物流生态”的深层转变。功能定位的细分化满足了行业的多样需求，开发模式的市场化和平衡性体现了政策引导与企业自发的互动，而基础设施的升级则为园区注入了竞争活力。未来，具备多元功能、支持多式联运的仓储物流园区，将不再只是物流环节中的一个节点，而是成为区域供应链和价值链的核心平台。对于 REITs 投资者而言，这种具有生态特征的园区将是一个高潜力的投资标的，不仅带来稳定的租金回报，还将受益于物流产业升级所带来的长期资本增值。

图8 不同类型物流园区的占比



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

图9 物流园区投资开发建设模式



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

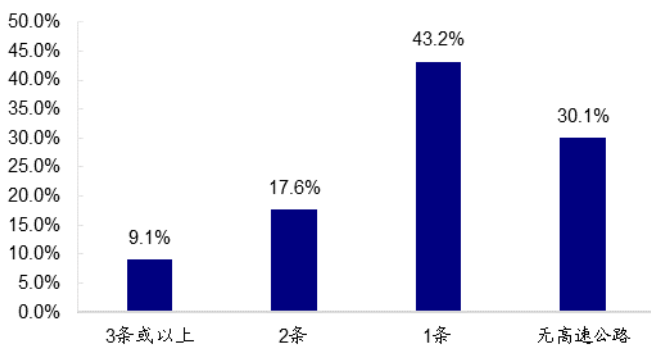
功能定位：多元需求推动园区细分化。

根据中国物流与采购联合会、四川现代物流协会的数据，当前仓储物流园区主要分为综合服务型、货运服务型、商贸服务型和生产服务型，其中综合服务型园区占据 63.1% 的市场份额。综合服务型园区因其多功能优势，适应了现代供应链对仓储、运输、分销等多层次需求的整合趋势。货运服务型和商贸服务型园区虽然占比相对较小，但在冷链和零售等细分市场中占据重要地位。我们判断这种功能上的细分表明，仓储物流园区正在逐步从“大而全”走向“专而精”。未来，随着需求的进一步多样化，园区的功能将向“平台型”发展，即在一个园区内集成不同功能模块，满足多类型客户的复合需求。

基础设施：交通与多式联运能力决定竞争力

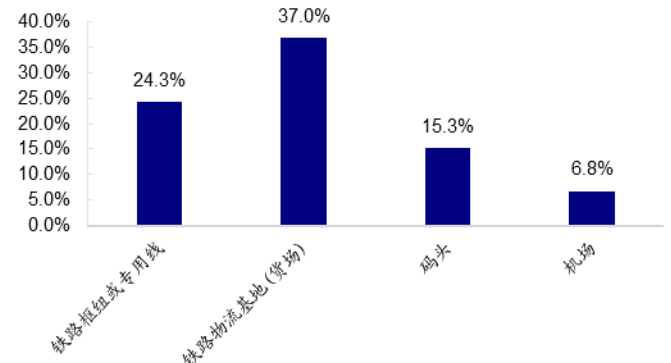
仓储物流园区的基础设施配置在竞争中起到了决定性作用。根据中国物流与采购联合会与四川现代物流协会数据显示，69.9% 的园区拥有至少一条高速公路连接，确保了园区内外交通的高效性；此外，24.3% 的园区配备了铁路专用线，进一步强化了园区的多式联运能力。随着“公铁联运”模式的普及，具备铁路、码头、机场等多样化连接的园区将在跨区域物流和国际贸易中具备显著的竞争优势。然而，目前具备这种综合交通枢纽功能的园区比例较低，未来在园区选址和规划中，多式联运的需求将被进一步重视，以应对跨区域、跨国界的物流需求。

图10 物流园区周边 5 公里范围内高速公路通达情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

图11 物流园区周边 5 公里范围内建有专类交通枢纽占比情况

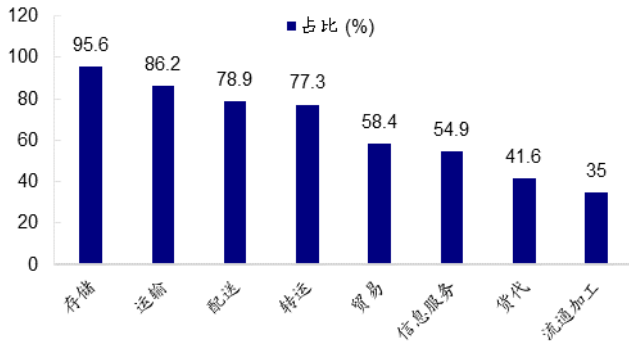


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

仓储物流园区正在从“重资产”的传统形象转向“轻资产+多功能”的创新模式。

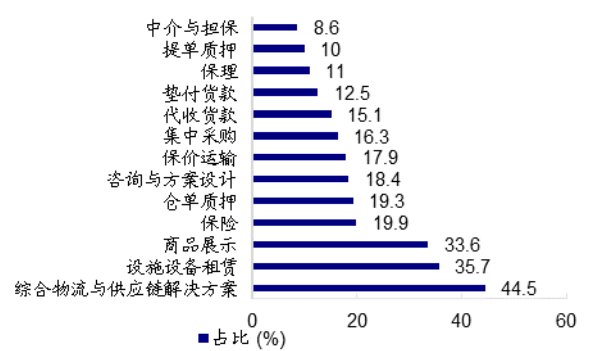
我们判断从运营模式来看，仓储物流园区在现代供应链体系中扮演的角色已不仅仅是物资的集散中心，而逐渐演变为集成化、智能化、多功能服务的综合体。正如“流水不腐，户枢不蠹”，现代物流的发展离不开灵活高效的基础设施支撑，而仓储物流园区则是这一体系的核心纽带。

图12 运营园区主要服务情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

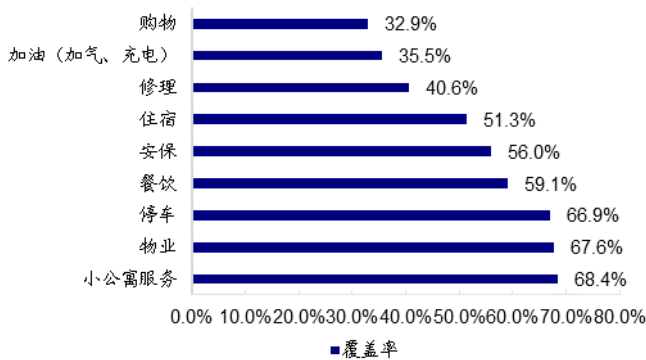
图13 运营园区增值服务情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

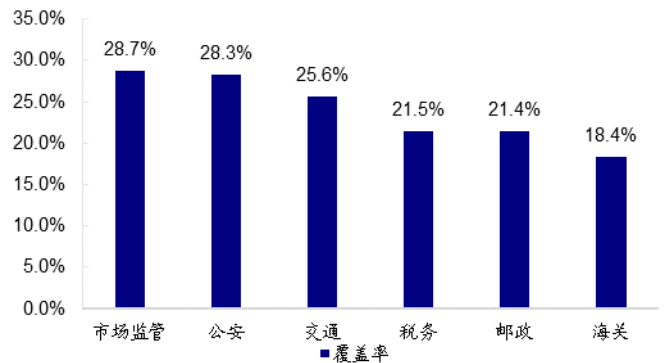
此外，我们判断全面、精细的服务体系意味着，仓储物流园区的发展已不再单纯依赖空间扩展，而是在运营管理、配套服务上不断深化。小公寓、物业管理、停车等服务广泛覆盖，充分展示了园区对于从业人员的基本生活需求的高度关注。这种注重员工生活配套的园区设计，犹如中国古训“安居方能乐业”所言，帮助员工实现生活和工作的无缝衔接，不仅提高了员工满意度，也进一步提升了园区的吸引力。这样的配套服务，为高频、快节奏的物流行业提供了人性化支持，进一步优化了园区的工作效率与服务质量。

图14 运营园区基础配套服务情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

图15 运营园区政务服务情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

3. 仓储物流园区：从“空间出租”到“智慧赋能”的利润变革

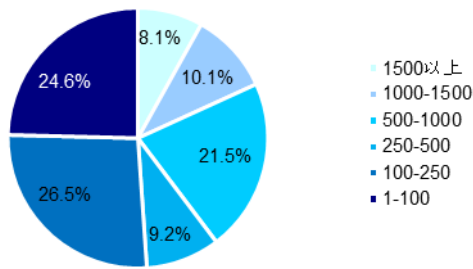
物流强度分析——盈利能力与运营效率的关键指标

物流强度是指每平方公里的物流园区在一年内完成的货物吞吐量，它反映了园区的运营效率和市场供求状况。高物流强度的园区通常能实现更高的单位面积盈利，因为其货物吞吐量较大，运营效率较高。高物流强度的园区平均物流强度为 538.6 万吨/平方公里·年，东部和中部地区的物流强度分别达到 639.6 万吨和 577.9 万吨，显著高于全国平均水平，显示出其在物流需求和供应链节点的重要性。低物流强度（100 万吨/平方公里·年以下）的园区占比为 24.6%，而物流强度超过 1000 万吨/平方公里·年的园区仅占 18.2%。这表明，在提升盈利能力和优化运营效率方面，大多数园区还有很大空间。

从四大经济区域来看，不同地区的物流强度差异显著：东部地区物流强度最高，达 639.6 万吨/平方公里·年，得益于其发达的经济和高密度的物流需求。该地区适合进一步发展高附加值的仓储物流服务，以增强盈利能力。西部地区物流强度最低，仅为 392.0 万吨/平方公里·年。这反映出其物流需求有限，物流园区的盈利能力较低。为提升其盈利潜力，可以考虑引入区域性物流枢纽、政策支持等措施，吸引更多的货运需求。地理位置直接影响了物流园区的盈利模式。东部和中部地区可以聚焦高效的物流解决方案，西部地区则需要以长远战略投资为主，考虑如何提升物流需求以推动盈利增长。

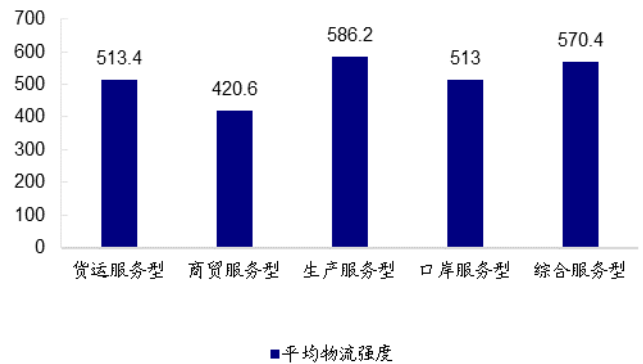
不同服务类型的物流园区在物流强度上的表现各异。生产服务型园区物流强度最高达到 586.2 万吨/平方公里·年，显示出生产供应链需求对物流园区的强大推动作用。该类型园区可以通过扩展增值服务，例如产品分拣、包装、物流加工等，进一步提升盈利。商贸服务型园区物流强度最低，为 420.6 万吨/平方公里·年，表明其盈利潜力相对较低。该类型园区应注重引入更高效的设施和技术，提升物流效率，或探索多样化的商业模式。不同服务类型的园区具有不同的盈利模式和潜力。生产服务型园区由于需求集中且稳定，盈利前景良好；而商贸服务型园区则需要通过创新业务模式和增值服务来提升市场竞争力和盈利能力。

图16 运营园区物流强度分布情况 (单位: 万吨/平方公里·年)



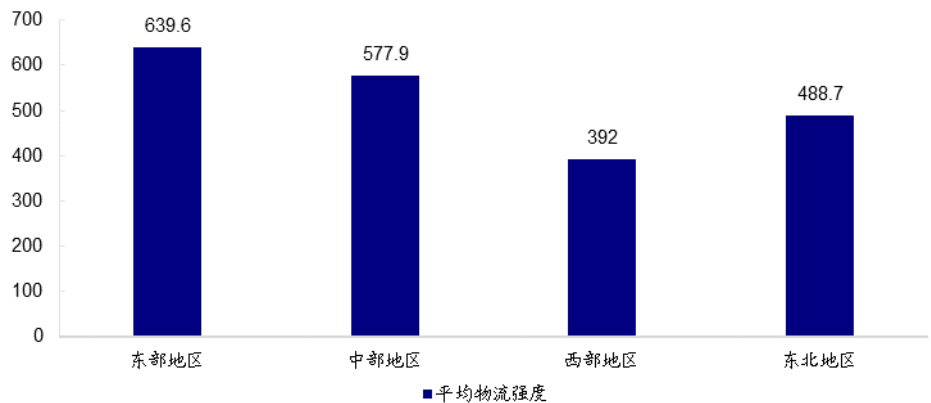
资料来源: 中国物流与采购联合会, 四川现代物流协会, HTI

图17 不同类型运营园区平均物流强度 (单位: 万吨/平方公里·年)



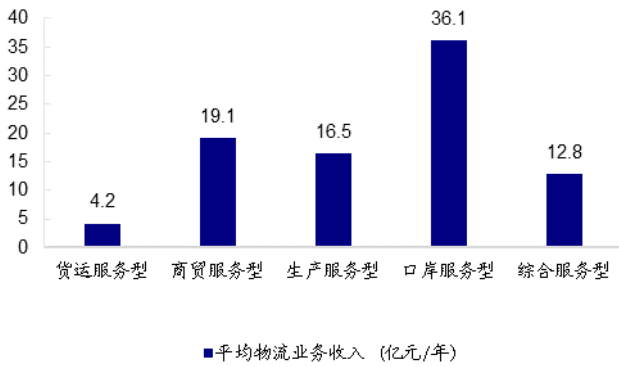
资料来源: 中国物流与采购联合会, 四川现代物流协会, HTI

图18 四大经济区域运营园区平均物流强度 (单位: 万吨/平方公里·年)

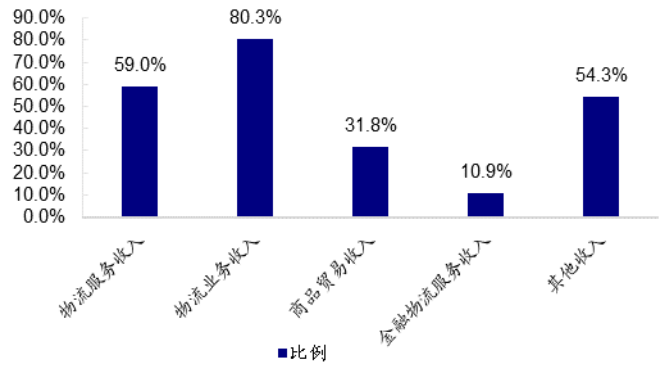


资料来源: 中国物流与采购联合会, 四川现代物流协会, HTI

物流园区的盈利模式不仅取决于其物流强度和区域位置，还依赖于其服务类型和管理模式。

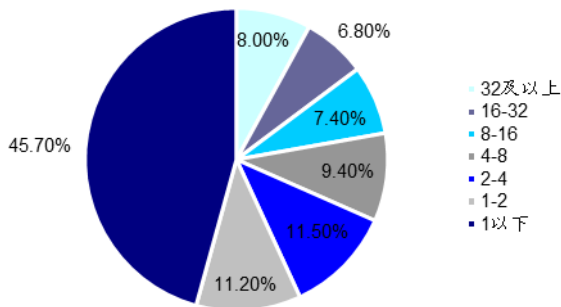
图19 不同类型物流园区平均物流业务收入


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

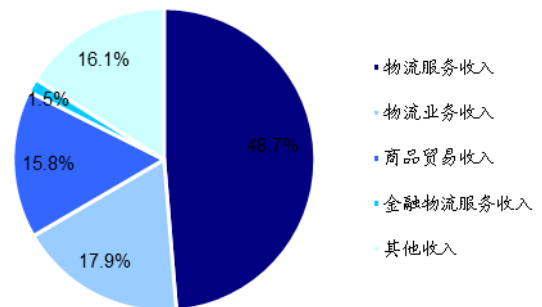
图20 物流园区运营管理单位收入来源情况


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

在物流业务收入方面，口岸服务型园区的年均收入达 36.1 亿元，远高于其他类型的园区。该类型园区的高收入主要归因其毗邻港口、机场等交通枢纽的地理优势，使其能够有效承接大规模的进出口物流需求。这一收入结构表明，物流园区的盈利模式正日益依赖其地理位置的独特性和业务类型的匹配性。未来，拥有战略位置的口岸服务型园区将继续成为物流园区收入的主要增长点。

图21 运营园区平均物流业务收入分布情况（单位：亿元/年）


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

图22 物流园区运营管理单位各项收入占比情况


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

数据显示，物流园区运营管理单位的收入来源日益多元化，但物流业务收入依旧占据核心地位，接近 50%。这一比例表明，尽管物流园区逐渐涉足商品贸易和金融物流服务增值业务，但其盈利核心仍然围绕物流本身的高频需求和规模效应。未来若要实现收入的稳定增长，园区运营管理单位可能需在拓展高附加值服务上继续发力，以降低对单一收入来源的依赖风险。

物流园区收入显著分层，接近一半的园区年收入不足 1 亿元，而收入超过 32 亿元的园区仅占 8%。这表明物流园区的盈利能力存在显著的两极分化，少数高盈利园区形成了寡头化趋势。相较之下，大量小规模园区面临着盈利空间受限的问题。未来，这种两极化或将促使行业并购整合，资源向优势园区集中，以提高整体运营效率和市场竞争力。

租金收入：基础但并非唯一的收入来源

传统上，租金收入是仓储物流园区的核心盈利来源，尤其是在物流需求密集的城市和工业带，园区通过出租仓储空间获得稳定现金流。然而，随着行业竞争加剧，单一的租金收入难以满足盈利目标。各区域的租金水平显示了地理位置的重要性：东部、中部等经济发达地区租金较高，这体现了区域性租金溢价，但也加剧了同地区园区之间的竞争。我们判断园区为提升租金收入，不仅需要依赖地理位置的优势，还需通过设施升级和服务提升吸引高价值租户，以此在竞争中脱颖而出。

表2 省会城市（直辖市）园区通用库房和冷藏冷冻库房最高和最低租金情况

序号	省份 (含直辖市)	省会 (直辖市)	普通库房租金 (元/平方米·天) 最大值	普通库房租金 (元/平方米·天) 最小值	冷藏冷冻库房租金 (元/平方米·天) 最大值	冷藏冷冻库房租金 (元/平方米·天) 最小值
1	北京	北京	2.0	1.5	4.3	3.5
2	天津	天津	1.0	0.5	2.5	2.5
3	河北	石家庄	0.9	0.5	2.6	0.8
4	山西	太原	1.8	0.6	2.5	0.7
5	内蒙古	呼和浩特	1.2	0.1	2.3	2.3
6	辽宁	沈阳	0.8	0.3	2.5	0.6
7	吉林	长春	0.7	0.3	1.4	1.0
8	黑龙江	哈尔滨	1.7	0.5	1.8	1.8
9	上海	上海	2.9	1.1	3.1	2.0
10	江苏	南京	1.0	0.6	3.4	3.0
11	浙江	杭州	1.3	0.7	2.6	2.0
12	安徽	合肥	0.9	0.4	2.4	1.0
13	福建	福州	1.0	0.6	2.3	2.0
14	江西	南昌	0.7	0.5	-	-
15	山东	济南	1.0	0.7	2.7	1.6
16	河南	郑州	1.0	0.3	3.5	1.2
17	湖北	武汉	1.1	0.4	3.2	1.0
18	湖南	长沙	1.0	0.7	0.9	0.9
19	广东	广州	1.5	1.3	3.8	3.8
20	广西	南宁	0.8	0.6	-	-
21	海南	海口	-	-	-	-
22	重庆	重庆	0.8	0.3	2.5	0.8
23	四川	成都	1.3	0.6	3.0	2.0
24	贵州	贵阳	0.9	0.5	0.7	0.7
25	云南	昆明	1.2	0.5	-	-
26	西藏	拉萨	0.5	0.5	0.8	0.8
27	陕西	西安	1.2	0.6	3.6	2.0
28	甘肃	兰州	1.0	0.1	3.3	1.3
29	青海	西宁	0.7	0.7	2.3	2.3
30	宁夏	银川	1.8	0.3	2.5	0.5
31	新疆	乌鲁木齐	1.0	0.5	2.6	2.0

资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

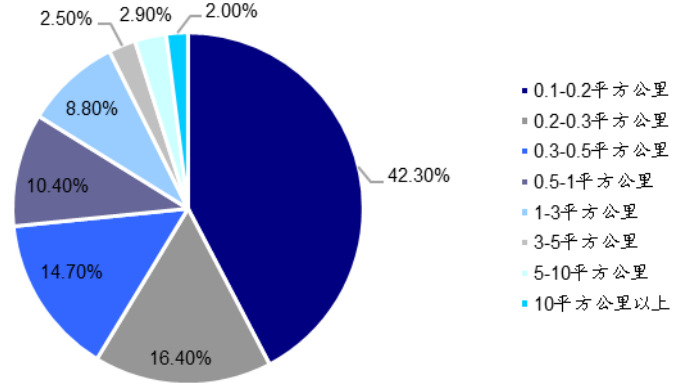
4. 仓储物流智能转型加速，绿色高效成新方向

仓储物流园区的发展正展示出中国供应链管理从“粗放型”向“精细化”和“智能化”转型的强劲趋势。在政策引导与技术驱动的双重驱动下，仓储物流的智能转型加速推进，绿色高效成为行业发展新标杆。智能仓储与智慧物流的普及并非简单的设备升级，而是对传统物流模式的深层次革新：自动化管理、实时数据分析、无人化操作等技术手段大大提升了资源利用效率与操作精度，推动行业从劳动密集型向技术密集型转变。与此同时，绿色低碳理念的引入推动仓储物流园区在能源消耗、排放控制等方面更加严格，这不仅顺应了可持续发展的全球潮流，更成为企业提升竞争力、赢得市场的关键。

物流园区“小而密”布局夯实物流网络基础，规模化与智能化升级成趋势。

物流园区的开发建设规模直接反映出行业的发展阶段和未来方向。从数据来看，当前物流园区的占地面积多集中在小面积范围内，其中占地 0.1-0.2 平方公里的园区占比高达 42.3%，占地 0.2-0.5 平方公里的园区共计 31.1%。这意味着全国超七成的物流园区占地面积不足 0.5 平方公里。小规模园区的广泛分布看似零碎，但我们判断正是这种细密的布局构建了全国物流网络的坚实基础，尤其在满足快速消费品和电商的高频、低体量需求中发挥了重要作用。

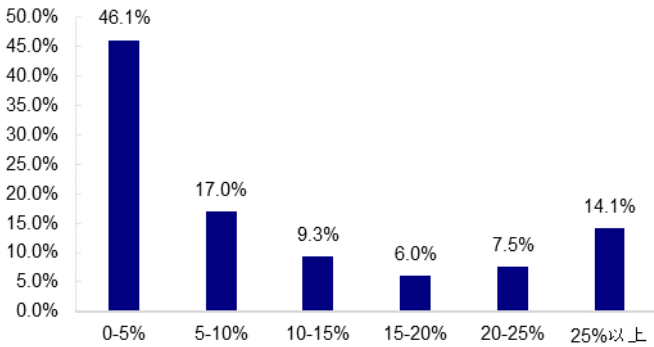
图23 物流园区实际占地面积分布



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

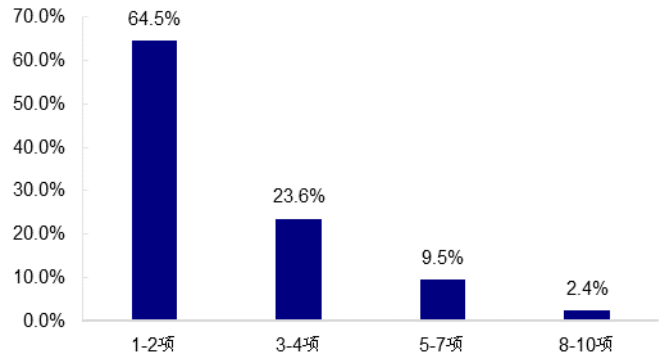
智慧物流投入尚在试探性阶段，但增长潜力显著。数据显示，46.1%的运营园区在智慧物流方面的投入占比不足 5%，而真正达到 25% 以上投入的园区仅占 14.1%。这表明多数园区对于智能化投入还在试探性阶段，资金和技术尚未大规模投入。然而，随着物流行业竞争的加剧和智慧物流技术的不断成熟，智能化的回报将逐步显现，未来高投入的智慧物流园区可能会成为行业的“领跑者”，引领更高效、更环保的物流生态。

图24 运营园区智慧物流投入占比分布情况



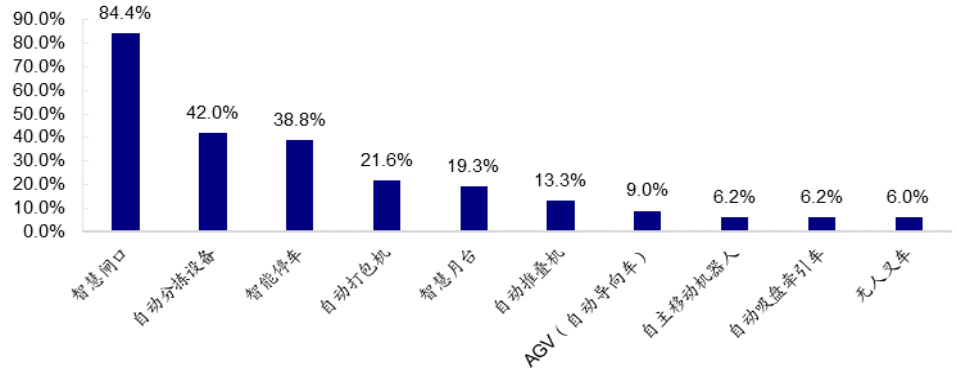
资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

图25 运营园区配备智慧物流设施设备数量情况



资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

图26 运营园区配备智慧物流设施设备占比情况

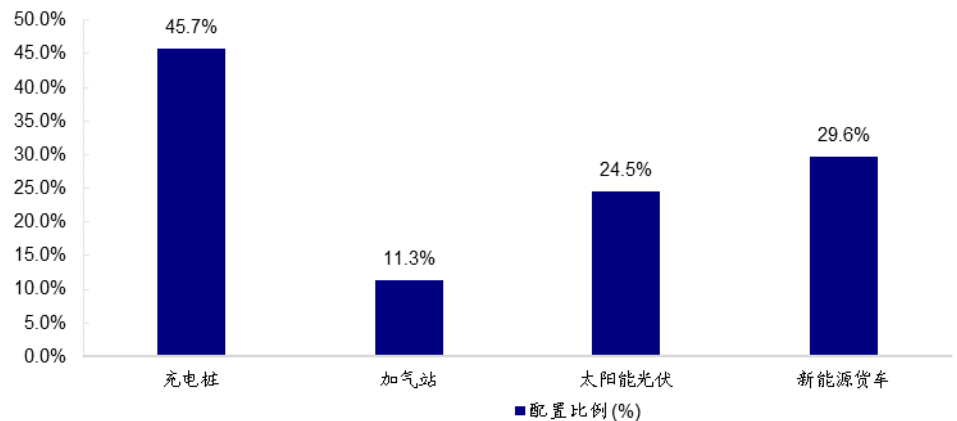


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

智慧物流设备数量单一，智能化生态体系尚待完善。64.5%的园区仅配置 1-2 项智慧物流设备，进一步表明多数物流园区的智能化建设尚未形成生态。当前的配置多为单项设备，未形成互联互通的智慧物流系统。这种状况下，智慧物流的整体效率难以得到充分发挥。未来，物流园区的发展应朝着“系统化”“协同化”的方向演进，通过多种智能设备的协作，实现全链条的智能化。举例而言，智能停车、智能月台与自动分拣设备的联动可以大大优化货物流转和分配流程，从而提升整个园区的运作效率。

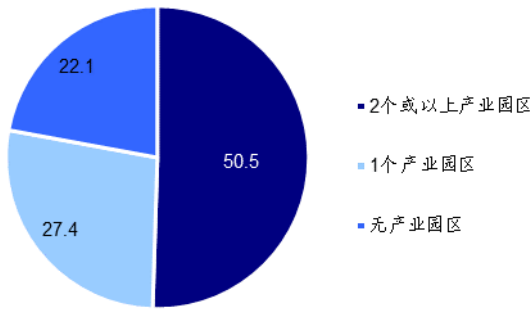
当前运营的物流园区已在逐步推进新能源和绿色物流设施的建设。充电桩覆盖率达 45.7%，显示出园区对电动车充电需求的高度重视。同时，24.5%的园区已经安装了太阳能光伏设备，以实现能源的自给自足，并减少对传统电力的依赖；而加气站的覆盖率虽仅为 11.3%，但反映出园区正在尝试多种能源补给方式。

图27 运营园区配备智慧物流设施设备占比情况

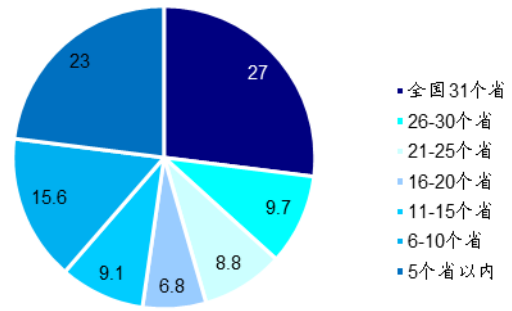


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

在当前供应链升级和绿色发展的背景下，物流园区的集聚效应成为其核心竞争力的体现。通过智能化、规模化的运作方式以及与周边产业的深度融合，物流园区不仅有效推动了自身的发展，也为区域经济提供了强有力的支撑。这种协同效应，将引领未来物流园区向更加集约化、智能化和可持续的方向迈进。

图28 物流园区周边 20 公里范围内建有产业园区占比情况 (%)


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

图29 运营园区国内业务辐射范围分布情况 (%)


资料来源：中国物流与采购联合会，四川现代物流协会，HTI

5. 政策支持与市场需求共振，推动仓储物流 REITs 迎来发展新机遇

仓储物流 REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托) 不仅是一种资产证券化的形式, 更是未来供应链优化与物流效率提升的重要基础。我们判断在当前全球资本市场不确定性增加的背景下, REITs 作为一种稳定的投资工具, 能为投资者提供相对较高的分红和资本增值。它通过让投资者以较低的成本参与仓储资产的投资, 使这些基础设施更具流动性和增值空间。在当前经济波动的背景下, 仓储物流 REITs 凭借其稳定的现金流和较低的风险, 成为资本市场中不可忽视的“避风港”。中国政府近年来大力支持 REITs 的发展, 尤其在基础设施和公共资产领域。通过发行仓储物流 REITs, 政府旨在将社会资本引入到基础设施建设中, 以减轻财政压力并实现多元化融资。这与国家“十四五”规划中提出的加强现代物流基础设施建设的战略高度一致, 有助于提高供应链效率、促进产业升级。REITs 的发行不仅是金融创新, 更是国家政策引导经济转型的工具, 帮助政府实现“去杠杆、增效率”的目标。

数据背后的政策需求：多重驱动仓储物流 REITs 的潜在价值

1) 资金支持的“源头活水”

仓储物流 REITs 的发展离不开资金支持的源源注入, 这不仅是园区基础设施改善的关键, 更直接决定了仓储资产的投资回报率。随着物流园区获得更多资金支持, 它们能够不断优化基础设施、升级设备, 使仓储资产的价值持续提升。资金的持续注入意味着 REITs 的基础资产质量不断提升, 从而增强了其抗风险能力和投资吸引力。在经济不确定性增加的环境下, 仓储物流 REITs 能够以低风险、高回报的特点成为稳定增长的资本新引擎。中国的许多仓储物流设施在建设初期投入巨大, 但受限于融资方式和政策约束, 回收期较长。通过 REITs 的发行, 可以有效盘活存量资产, 将这些资产的价值提早释放出来。这不仅优化了企业的资产负债表, 也为下一步的产业升级和扩张提供了资金支持。仓储物流园区 REITs 的推出, 有助于推动企业加大对智慧物流和绿色物流的投资力度, 从而提高整体产业效率, 推动整个物流产业向高端化和智能化迈进。

2) 资源集聚的“效应放大器”

物流资源要素向园区的集聚并非简单的空间集中, 而是形成了强大的规模效应和网络效应。资源的集聚带来成本的下降、效率的提升, 尤其是在多企业共享设施的情况下, 这种规模效应尤为显著。当仓储物流 REITs 的基础资产能够吸引多种物流资源集聚时, REITs 所获得的不仅是短期租金收益的增加, 更是长远的市场竞争力。集聚效应将有效提升园区的吸引力, 降低空置率, 并稳定租金收益, 进一步为投资者提供了可持续的回报。

3) 智慧物流的“附加值放大器”

随着智慧物流技术的普及，仓储物流园区不再只是一个存储空间，而逐渐成为数字化、智能化的运营节点。智能仓储、自动分拣、无人配送等技术的引入，大大提高了园区的运作效率，优化了资源配置。对于仓储物流 REITs 而言，这不仅提升了园区的市场价值和租金定价权，还增加了资产的附加值，使其更加具有长远的增值空间。未来，随着智慧物流技术的普及，仓储物流 REITs 将更具吸引力，为投资者带来兼具环保和高效的“绿色红利”。

仓储物流 REITs 的未来在于政策与市场的双重驱动，这不仅是国家推进现代供应链体系建设的关键支柱，也是资本市场寻求稳定增长的新方向。

从资金支持看发展前景：政府的资金支持是园区可持续发展的根基。在未来的仓储物流 REITs 市场中，资金将不仅是推动力，更是保障资产价值稳步提升的关键。这意味着仓储物流 REITs 不仅是被动的金融工具，而是主动的资本驱动型资产。

从资源集聚看市场竞争力：资源集聚效应使仓储物流 REITs 具备区域核心竞争力。它们不仅承担了仓储的功能，还逐渐成为区域物流的中枢，推动物流链上下游企业的集聚。未来，资源集聚的园区将形成高壁垒的竞争优势，成为资本青睐的投资标的。

从智慧物流看未来潜力：智慧物流是仓储物流 REITs 发展的新引擎，未来园区的智能化程度将直接决定其市场地位。随着绿色环保和智能化的逐步推进，REITs 的投资价值不仅体现在现金流上，更在于其对社会的积极影响。

在美国、日本、新加坡等成熟资本市场，这类 REITs 已经相当普及，并取得了良好的投资回报和市场认可。

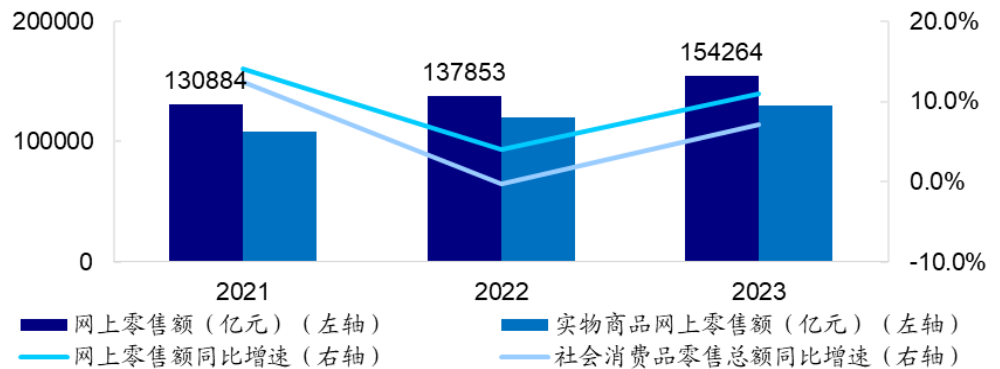
从全球经验来看，仓储物流 REITs 在成熟市场已经形成了稳健的投资模式，主要依赖于高标准的仓储设施、成熟的租户体系和不断增长的电商需求。这类 REITs 在美国、日本、新加坡等地表现优异，为投资者提供了长期稳定的回报。在这些市场，仓储物流 REITs 不仅是对物流产业的金融支持工具，也是推动区域经济发展、满足市场需求的重要资产类型。

6. 已流通的中国仓储物流 REITs 基本信息

全球仓储物流 REITs 的成功并非偶然，而是由电商崛起和政府政策支持双轮驱动的结果。以美国为例，电商巨头如亚马逊和沃尔玛大大地推动了仓储物流的需求，政府也为 REITs 的税收和资本流动提供了友好政策环境。这使得仓储物流 REITs 能够获得稳定的租金回报和资产增值，同时得到政策的长效保障。

中国的电商行业在全球范围内占据了领先地位，凭借庞大的消费市场、先进的支付技术、物流网络以及创新驱动的商业模式，形成了一个高速增长且多样化的生态系统。尽管增速放缓，但随着三、四线城市和农村地区的电商渗透率提高，以及跨境电商的快速发展，市场仍然具有增长潜力。阿里巴巴、京东、拼多多等巨头持续扩大市场份额，而新兴平台如抖音电商和快手电商的崛起也带来了新的增长点。

图30 中国电商市场规模



资料来源：国家统计局，商务部，电子商务和信息化司，HTI

成功的仓储物流 REITs 在全球范围内普遍遵循高质量、标准化的仓储建设标准。例如，美国的 Prologis、日本的 GLP J-REIT 和新加坡的 Mapletree Logistics Trust，均在仓储设施的选址、建筑标准、管理流程等方面具备相当高的统一性和标准化。这不仅提高了资产的流动性，也增强了投资者对其价值的认可。目前我国已流通的仓储物流 REITs 包括：

1) 红土创新盐田港 REIT (180301.SZ)

深圳港集团有限公司多年来依托优良的自然、区位条件，利用深圳经济特区的政策优势，实施高度市场化的港口发展模式，经过创业、合资建港、快速发展等发展阶段，已成长为一个以港口码头建设投资、临港产业为主业的大型企业集团。目前，盐田港区已完成了中港区一、二、三期集装箱码头及其扩建工程和西港区部分泊位的建设。公司投入运营的集装箱泊位 16 个，多用途泊位 3 个，可停泊 10 万吨级以上大型集装箱船舶，铲湾一期 5 个泊位也已建成投产。盐田港区和东铲湾港区的集装箱吞吐量约占深圳港的一半，其中盐田港作为世界单港集装箱吞吐量最高的码头之一，已成为华南地区国际集装箱远洋干线运输枢纽港，每周有 30 多家船公司的 100 多条航线挂靠盐田港区，远洋集装箱班轮密度全国第一。

项目资产范围：世纪物流园项目的资产范围包括位于深圳市盐田区内约 2.1 万平方米的国有建设用地使用权及产权建筑面积共计约 5.2 万平方米的房屋（含附属设施设备及地下车库），仓储及配套部分可租赁面积约 5.2 万平方米。建设内容和规模世纪物流园项目所在宗地范围内建有一栋地上六层及地下二层的高标准楼库（含配套及地下车库），宗地面积为 20930.61 平方米，总建筑面积为 67411.22 平方米，其中：产权建筑面积为 52427.79 平方米，地下车库建筑面积为 14983.43 平方米。产权建筑面积包括仓储和配套，仓储部分的建筑面积为 50921.79 平方米，配套的建筑面积为 1506.00 平方米，目前均已整体出租给深圳市通捷利物流有限公司（或称“通捷利公司”），租赁期限为 2022 年 9 月 1 日至 2027 年 5 月 31 日。地下车库共 219 个停车位，未对外出租，仅供在世纪物流园工作的职工停放车辆使用，不收取停车费。

表3 红土创新盐田港 REIT 基本信息

项目全称	深创投-盐田港仓储物流 2 号资产支持专项计划	发行日期	2023/6/8
项目简称	盐田港 2 号 2023-1	预期收益率	--
基础设施类型	物流园	项目规模 (亿元)	--
原始权益人	深圳港集团有限公司	预计到期日	2057/6/29
专项计划管理人	深创投红土资产管理 (深圳) 有限公司	托管银行	招商银行股份有限公司
运营管理机构	深圳市盐田港物流有限公司	监管银行	--

资料来源：iFind、2023 基金年报，HTI

表4 红土创新盐田港 REIT 基础设施项目

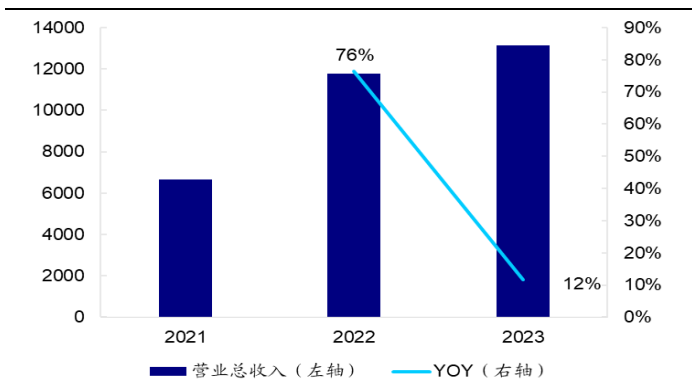
项目公司名称	深圳市盐港世纪物流发展有限公司	基础设施名称	世纪物流园项目
基础设施类型	物流园	所在地	深圳市盐田区
开始运营日期	2017/10/1	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	--	评估价值 (万元)	37040

资料来源: iFind、2017 基金年报, HTI

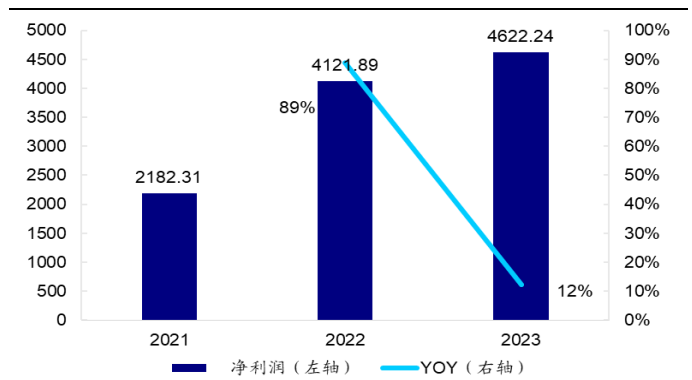
表5 红土创新盐田港 REIT 分红情况

	2024/6/30	2023/12/31	2023/6/30	2022/12/31	2021/12/31
方案进度	实施	实施	实施	实施	实施
单位分红 (元,CNY)	0.0502	0.0534	0.0485	0.1062	0.0575
基准日单位净值	2.2627	2.2931	2.317	2.3213	2.3273
分红比例 (%)	2.2173	2.3274	2.0945	4.5772	2.4707

资料来源: iFind、2021-2023 基金年报、2024 基金半年报, HTI

图31 红土创新盐田港 REIT 营业收入 (万元)


资料来源: iFind、2023 基金年报, HTI

图32 红土创新盐田港 REIT 净利润 (万元)


资料来源: iFind、2023 基金年报, HTI

风险提示: 物流增量不及预期, 园区利润增长不及预期。

2) 华夏深国际 REIT (180302.SZ)

深圳市深国际物流核心业务包括高标仓(高标准仓库)的建设, 配套提供智慧仓储、冷链物流、供应链金融以及第三方物流等综合物流服务, 满足电商、新零售、制造业等多个行业客户的需求。深国际物流的服务网络覆盖全国多个经济发达地区, 包括粤港澳大湾区、长三角、京津冀等区域, 这些地区作为中国经济发展的核心区域, 集聚了大量的电商、新零售和制造企业。深国际物流通过在这些区域的布局, 实现了全国范围内的业务网络, 支持客户在全国进行高效、快捷的业务扩展。随着中国物流行业进入智能化和绿色发展的新时代, 深国际物流也在积极探索通过智能化、数字化提升运营效率, 实现低碳发展目标。未来, 公司将加大智慧物流和绿色物流的投入, 推动冷链、生鲜、智能仓储和自动化配送等前沿物流技术的应用, 以应对不断变化的市场需求。同时, 公司还将不断完善供应链金融服务, 帮助客户在快速扩展中实现稳健运营。

表6 华夏深国际 REIT 基本信息

项目全称	中信证券-深国际仓储物流1号资产支持专项计划	发行日期	2024/6/26
项目简称	深仓储1号 2024-1	预期收益率	--
基础设施类型	仓储物流	项目规模 (亿元)	--
原始权益人	深圳市深国际物流发展有限公司	预计到期日	2066/3/30
专项计划管理人	中信证券股份有限公司	托管银行	招商银行股份有限公司
运营管理机构	深圳市深国际物流发展有限公司	监管银行	招商银行股份有限公司

资料来源: iFind、2024 基金第三季度, HTI

表7 华夏深国际 REIT 基础设施项目

项目公司名称	杭州深国际综合物流港发展有限公司	基础设施名称	深国际华东智慧城一期项目
基础设施类型	仓储物流	所在地	浙江省杭州市钱塘区
开始运营日期	2017/1/1	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	--	评估价值 (万元)	100900
资产范围	浙江省杭州市钱塘新区纬二路 399 号		
建设内容和规模	高标准仓库及配套, 产权建筑面积 212741.43 平方米。		

项目公司名称	贵州深国际综合物流港发展有限公司	基础设施名称	深国际贵州综合物流港项目
基础设施类型	仓储物流	所在地	贵州省黔南布依族苗族自治州龙里县
开始运营日期	2018/1/1	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	--	评估价值 (万元)	47900
资产范围	贵州省黔南布依族苗族自治州龙里县谷脚镇谷脚社区		
建设内容和规模	高标准仓库及配套, 产权建筑面积 142227.04 平方米。		

资料来源: iFind、2024 基金第三季报, HTI

表8 华夏深国际 REIT 收益情况

报告期 (2024 年 7 月 1 日-2024 年 9 月 30 日)	
营业收入 (万元)	2798.09
净利润 (万元)	506.95

资料来源: iFind、2024 基金第三季报, HTI

风险提示: 物流增量不及预期, 园区利润增长不及预期。

3) 华泰宝湾物流 REIT (180303.SZ)

宝湾物流是中国南山开发集团旗下高端物流设施投资平台, 作为国内知名的物流园区开发商和运营商, 宝湾物流园区规模在国内位居前列, 而且未来 3-5 年运营规模按规划将有更快增长, 在全国经济热点区域将形成网络效应。公司在物流园区选址、开发建设、运营管理等方面均积累了丰富的经验, 从项目开发、价格标杆、客户资源、服务标准、品牌声誉、盈利能力等多方面来看, 宝湾物流在各地物流仓储市场上均处于领先水平。鉴于宝湾物流的国资背景, 在项目获取上具备一定优势。目前, 各地政府下调工业用地指标, 给项目开发拿地带来一定困难, 宝湾物流积极探索包括电商配送在内的新型业务, 以此为契机场增强宝湾物流园区的资源综合利用及产业聚集效能, 增强入园企业所在地纳税意愿, 在获得政府支持的同时, 提高了客户合作黏度, 提高了宝湾的市场竞争力。截至 2021-2023 年及 2024 年 3 月末, 基础设施项目总资产规模分别为 62996.27 万元、59537.02 万元、56502.78 万元和 56503.41 万元; 其中, 流动资产占比分别为 5.01%、3.71%、2.68%和 3.81%, 非流动资产占比分别为 94.99%、96.29%、97.32%和 96.19%, 基础设施项目非流动资产占比较高, 符合仓储物流行业的特点。

表9 华泰宝湾物流 REIT 基本信息

项目全称	华泰资管-宝湾物流仓储 1 号基础设施资产支持专项计划	发行日期	2024/9/19
项目简称	宝湾 1 号 2024-1	预期收益率	--
基础设施类型	物流园	项目规模 (亿元)	--
原始权益人	南京宝湾国际物流有限公司, 嘉兴宝湾物流有限公司, 天津宝湾...	预计到期日	2067/9/19
专项计划管理人	华泰证券 (上海) 资产管理有限公司	托管银行	招商银行股份有限公司
运营管理机构	宝湾物流控股有限公司	监管银行	招商银行股份有限公司

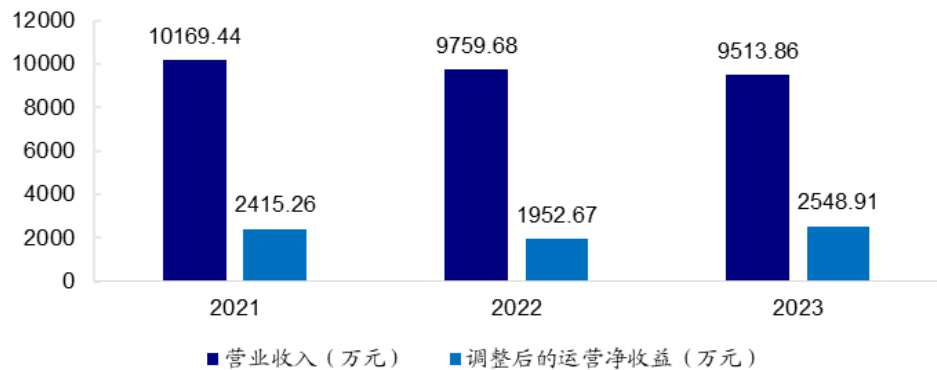
资料来源: iFind、基金招募说明书, HTI

表10 华泰宝湾物流 REIT 基础设施项目

项目公司名称	南京宝昆国际物流有限公司	基础设施名称	南京宝湾物流园
基础设施类型	物流园	所在地	江苏省南京市江宁区禄口街道云龙路 33 号
开始运营日期	2014/9/30	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	24100	评估价值 (万元)	43200
资产范围	东临钟萃路, 南临南京空港新动能产业园, 西临云龙路, 北临凌霄路。		
建设内容和规模	总建筑面积约 10.49 万平方米。		
项目公司名称	宝禾物流 (嘉兴) 有限公司	基础设施名称	嘉兴宝湾物流园
基础设施类型	物流园	所在地	浙江省嘉兴市秀洲区王店镇吉祥西路 158 号、盛安路 1019 号资产范围嘉兴一期
开始运营日期	2017/5/30	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	18300	评估价值 (万元)	30100
资产范围	嘉兴一期物流园东临沃尔玛华东配送中心, 南邻可得集团、西临盛安路、北临吉祥西路。嘉兴二期物流园东临盛安路、南邻工业园区、西邻嘉兴远景物流产业园、北临吉祥西路。		
建设内容和规模	总建筑面积约 2.78 万平方米。		
项目公司名称	天津市宝津国际物流有限公司	基础设施名称	天津宝湾物流园
基础设施类型	物流园	所在地	天津市滨海新区塘沽聚源路 288 号
开始运营日期	2009/7/30	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	42230	评估价值 (万元)	49300
资产范围	园区呈三角形, 东临聚源路, 西临宝滨路, 北临天津北环线。		
建设内容和规模	总建筑面积约 15.83 万平方米。		

资料来源: iFind、基金招募说明书, HTI

图33 华泰宝湾物流 REIT 基础设施近三年收益情况



资料来源: iFind、基金招募说明书, HTI

风险提示: 物流增量不及预期, 园区利润增长不及预期。

4) 中金普洛斯 REIT (508056.SH)

普洛斯是中国境内最大的现代仓储设施提供商, 在现代仓储领域具有绝对的领先地位。公司截至 2015 年 12 月末所拥有已建成的仓储面积约为 1360 万平方米, 居于中国境内现代仓储行业第一。公司在中国拥有 10 年以上的现代仓储行业开发运营经验, 专注现代仓储的开发、经营和管理, 主要服务于第三方物流企业、零售业、制造业等下游行业。截至 2015 年 12 月末, 普洛斯的仓储物流园覆盖中国 38 个主要大中城市, 已建成约 130 仓储物流园, 所持有仓储物流园总建筑面积约 2543 万平方米。

表11 中金普洛斯 REIT 基本信息

首发份额上市日为 2021 年 6 月 21 日第一次扩募份额上市日为 2023 年 6 月 16 日			
项目一全称	中金-普洛斯仓储物流基础设施资产支持专项计划	发行日期	2021/6/7
项目简称	普洛斯仓储 2021-1	预期收益率	--
基础设施类型	物流园	项目规模 (亿元)	--
原始权益人	普洛斯中国控股有限公司	预计到期日	2071/6/9
专项计划管理人	中国国际金融股份有限公司	托管银行	兴业银行股份有限公司
运营管理机构	普洛斯投资 (上海) 有限公司	监管银行	--
项目二全称	中金-普洛斯仓储物流基础设施 2 期资产支持专项计划	发行日期	2023/6/7
项目简称	普洛斯 2023-2	预期收益率	--
基础设施类型	物流园	项目规模 (亿元)	--
原始权益人	普洛斯中国控股有限公司	预计到期日	2071/6/6
专项计划管理人	中国国际金融股份有限公司	托管银行	兴业银行股份有限公司
运营管理机构	普洛斯投资 (上海) 有限公司	监管银行	--

资料来源: iFind、2023 基金年报, HTI

表12 中金普洛斯 REIT 基础设施

普洛斯北京空港物流园	
基础设施项目公司名称	北京普洛斯空港物流发展有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯北京空港物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务, 主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	北京市顺义区顺畅大道 15 号、16 号
建设内容和规模	建设四栋两层仓库, 仓储设施、办公用房及附属设施
评估价值 (万元)	163700
普洛斯通州光机电物流园	
基础设施项目公司名称	北京普洛斯空港物流发展有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯通州光机电物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务, 主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	北京市通州区兴光二街 2 号
建设内容和规模	42720.79 平方米, 其中: (1) 定制厂房 1 建筑面积 18342.5 平方米 (含地下附属设施 2279.3 平方米); (2) 定制厂房 2 建筑面积 11950.4 平方米; (3) 定制厂房 3 建筑面积 11950.4 平方米; (4) 其他附属设施建筑面积 477.49 平方米。
评估价值 (万元)	48900
普洛斯广州保税物流园	
基础设施项目公司名称	普洛斯 (广州) 保税仓储有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯广州保税物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务, 主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	广东省广州经济技术开发区保盈西路 12 号、5 号
建设内容和规模	--
评估价值 (万元)	20100
普洛斯增城物流园	
基础设施项目公司名称	广州普洛斯仓储设施管理有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯增城物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务, 主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	广东省广州市增城区荔新九路 1 号
建设内容和规模	--

评估价值（万元） 88900

普洛斯顺德物流园

基础设施项目名称	佛山市顺德区普顺物流园开发有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯顺德物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务，主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	广东省佛山市顺德区顺昌路 19 号、26 号
建设内容和规模	--
评估价值（万元）	58700

苏州望亭普洛斯物流园

基础设施项目名称	苏州普洛斯望亭物流园开发有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	苏州望亭普洛斯物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务，主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	江苏省苏州市相城区望亭镇海盛路 68、75 号
建设内容和规模	物流仓储和配送设施建设，主要包括多层仓库、自动化仓库、恒温仓库和冷库等多样性仓库及部分办公用房、交易平台、配送中心等
评估价值（万元）	50900

普洛斯淀山湖物流园

基础设施项目名称	昆山普淀仓储有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯淀山湖物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务，主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	江苏省苏州市昆山市淀山湖镇双马路 1 号、丁家浜路 7 号
建设内容和规模	新建 3 栋仓储用房、办公用房及公辅设施，新建 4 栋仓库及公辅设施等
评估价值（万元）	103400

普洛斯青岛前湾港国际物流园

基础设施项目名称	普洛斯（青岛）前湾港国际物流发展有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯青岛前湾港国际物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务，主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	青岛市前湾保税港区内月湾路 5 号、7 号、8 号
建设内容和规模	普洛斯青岛前湾港国际物流园分三期完成建设，其中一期建成于 2014 年，二、三期建成于 2020 年。该项目由 7 栋仓库及 7 栋配套用房组成。其中一期包含 3 栋单层库、1 栋附属用房及 1 栋门卫室，二期包含 3 栋单层库、2 栋配套用房及 1 栋门卫室，三期包含 1 栋单层库、1 栋内配套用房及 1 栋门卫室。
评估价值（万元）	56200

普洛斯江门鹤山物流园

基础设施项目名称	鹤山普洛斯物流园有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯江门鹤山物流园为客户提供仓储物流基础设施相关的服务，主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。
基础设施项目地理位置	广东省江门市鹤山沙坪街道汇通路 2 号、6 号
建设内容和规模	普洛斯江门鹤山物流园分两期完成建设，其中一期建成于 2017 年，二期建成于 2019 年，由 6 栋仓库和 4 栋配套用房组成，其中一期包含 3 栋单层库及 3 栋配套用房，二期包含 3 栋单层库及 1 栋配套用房。
评估价值（万元）	50800

普洛斯（重庆）城市配送物流中心

基础设施项目名称	重庆普南仓储服务有限公司
基础设施项目类型	仓储物流
基础设施项目主要经营模式	普洛斯（重庆）城市配送物流中心为客户提供仓储物流基础设施相关的服务，主要通过仓储物流园租赁和物业管理服务等获取经营现金流。

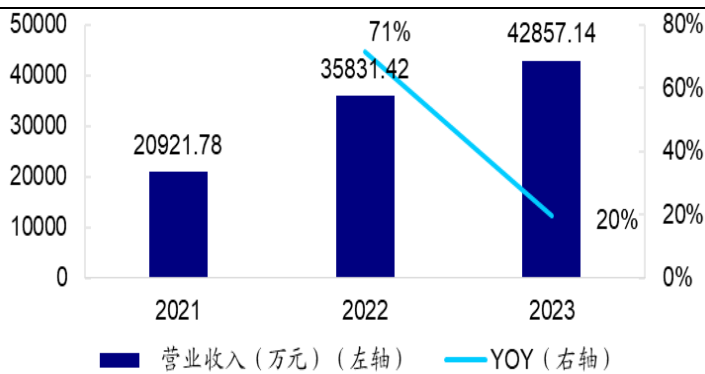
基础设施项目地理位置	重庆市巴南区南彭公路物流基地东城大道 196 号
建设内容和规模	普洛斯（重庆）城市配送物流中心分三期完成建设，于 2013-2017 年间陆续完工。一期由 6 栋仓库及 2 栋配套用房组成，二期由 4 栋仓库及 1 栋配套用房组成，三期由 2 栋仓库、2 栋宿舍楼及 1 栋配套用房组成。
评估价值（万元）	50200

资料来源：iFind、2023 基金年报，HTI

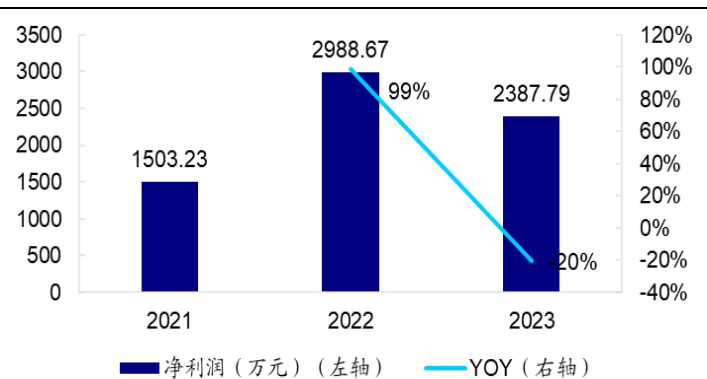
表13 中金普洛斯 REIT 分红情况

	方案进度	单位分红（元，CNY）	基准日单位净值	分红比例（%）
2024/6/30	实施	0.0441	3.6134	1.2213
2024/3/31	实施	0.0458	3.6649	1.2505
2023/12/31	实施	0.0541	3.6602	1.4767
2023/9/30	实施	0.0425	3.7018	1.1481
2023/6/30	实施	0.0842	3.783	2.2265
2022/12/31	实施	0.088	3.7301	2.3595
2022/6/30	实施	0.0892	3.8099	2.3415
2021/12/31	实施	0.0484	3.8478	1.2586
2021/9/30	实施	0.0522	-	-

资料来源：iFind、2023 基金年报，HTI

图34 中金普洛斯 REIT 营业收入


资料来源：iFind、2021-2023 基金年报，HTI

图35 中金普洛斯 REIT 净利润


资料来源：iFind、2021-2023 基金年报，HTI

风险提示：物流增量不及预期，园区利润增长不及预期。

5) 嘉实京东仓储基础设施 REIT (508098.SH)

北京京东世纪贸易有限公司致力于打造一站式综合购物平台，服务中国亿万家庭，并以高于行业平均增长速度的发展态势满足消费者日益多元的消费需求。公司已实现全品类覆盖，消费品、3C、家电等优势品类年交易额均突破千亿大关，并持续培育具有广阔市场潜力的品类。

从资产结构来看，京东世纪贸易资产以流动资产为主，截至 2023 年 6 月末，流动资产规模为 2962.93 亿元，占总资产的比例为 87.52%。京东世纪贸易流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款、存货和其他流动资产构成。其中，货币资金为 719.72 亿元，占京东世纪贸易流动资产的 24.29%；交易性金融资产为 495.74 亿元，占京东世纪贸易流动资产的 16.73%；其他应收款 887.45 亿元，占京东世纪贸易流动资产的 29.95%；存货规模为 546.44 亿元，占京东世纪贸易流动资产的 18.44%，主要为京东世纪贸易自营在线零售的模式所需的库存商品和订单耗材；其他流动资产为 112.45 亿元，占京东世纪贸易流动资产的 3.80%。京东世纪贸易以自营在线零售业务为主，因此非流动资产占比相对较低截至 2023 年 6 月末，非流动资产为 422.60 亿元，占总资产的比重为 12.48%，主要为债权投资、长期股权投资、其他非流动金融资产、固定资产、使用权资产和其他非流动资产。其中，债权投资为 101.11 亿元，占京东世纪贸易非流动资产的比重为 23.93%；长期股权投资为 57.36 亿元，占京东世纪贸易非流动资产的比重为 13.57%，主要为对联营公司的股权投资；其他非流动金融资产为 12.76 亿元，占京东世纪贸易非流

动资产的比重为 3.02%，主要为股权投资；固定资产账面价值为 59.27 亿元，占京东世纪贸易非流动资产的比重为 14.03%，主要为房屋及建筑物、网络及监控设备、物流及运输设备和电子、办公等其他设备；使用权资产为 69.08 亿元，占京东世纪贸易非流动资产的比重为 16.35%；其他非流动资产为 41.51 亿元，占京东世纪贸易非流动资产的比重为 9.82%。

表14 嘉实京东仓储基础设施 REIT 基本信息

项目全称	嘉实京东仓储物流基础设施资产支持专项计划	发行日期	2023/1/12
项目简称	京东仓储 2022-1	预期收益率	--
基础设施类型	仓储物流	项目规模 (亿元)	--
原始权益人	北京京东世纪贸易有限公司	预计到期日	2069/1/12
专项计划管理人	嘉实资本管理有限公司	托管银行	中信银行股份有限公司
运营管理机构	北京京东东鸿管理咨询有限公司	监管银行	--

资料来源：iFind、2023 基金年报，HTI

表15 嘉实京东仓储基础设施 REIT 基础设施

项目公司名称	武汉京东茂元信息技术有限公司	基础设施名称	京东商城亚洲 1 号仓储华中总部建设项目
基础设施类型	仓储物流	所在地	武汉市东西湖区
开始运营日期	2016/1/1	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	14200	评估价值 (万元)	27900
资产范围	东临高桥三路、南邻武汉花都科技园、西临高桥二路、北临东吴大道		
建设内容和规模	物流仓库及相关配套，50972.21 平方米		

项目公司名称	廊坊骏迪物流有限公司	基础设施名称	京东亚洲一号廊坊经开物流园
基础设施类型	仓储物流	所在地	廊坊开发区
开始运营日期	2020/4/1	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	49800	评估价值 (万元)	66200
资产范围	东邻橙桔路、南邻纬五道 (规划)、西邻经七路 (规划)、北邻空地		
建设内容和规模	物流仓库及相关配套，100220.90 平方米		

项目公司名称	重庆新东迈物流有限公司	基础设施名称	京东重庆电子商务基地项目 (中转配送中心) 一期
基础设施类型	仓储物流	所在地	重庆市巴南区
开始运营日期	2017/8/1	特许经营权	--
特许经营权起始日期	--	特许经营权截止日期	--
决算总投资 (万元)	54500	评估价值 (万元)	62400
资产范围	东邻空地、南临合祥路、西邻空地、北临市政道路		
建设内容和规模	物流仓库及相关配套，199802.38 平方米		

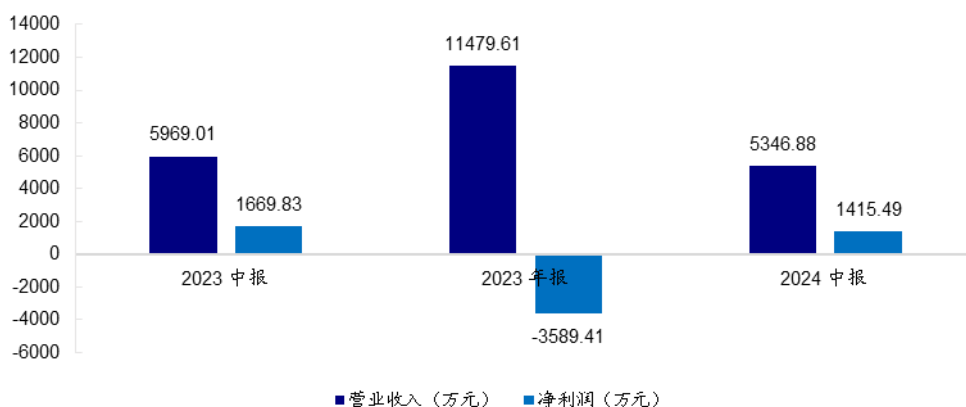
资料来源：iFind、2023 基金年报，HTI

表16 嘉实京东仓储基础设施 REIT 分红情况

	2024/6/30	2024/3/31	2023/9/30	2023/6/30
方案进度	实施	实施	实施	实施
单位分红 (元, CNY)	0.0400	0.0689	0.0504	0.0659
基准日单位净值	3.2853	-	-	3.5474
分红比例 (%)	1.2175	-	-	1.8577

资料来源：iFind、2023 基金年报，HTI

图36 嘉实京东仓储基础设施 REIT 收益情况



资料来源：iFind、2023 基金年报、2023-2024 基金中报，HTI

风险提示：物流增量不及预期，园区利润增长不及预期。

7. 风险提示

物流增量不及预期，园区建设不及预期，园区利润增长不及预期。

Summary

Investment Highlights:

Transportation, storage, and postal services are vital to the national economy. We assess that fixed asset investment in this sector reflects China's economic pulse and policy impact. From 2004 to 2023, investment growth fluctuated, peaking at 48.3% in 2009 due to a stimulus plan. Recently, growth slowed, with a -1.6% decline in 2021. However, it rebounded to 9.1% and 10.5% in 2022 and 2023, driven by post-pandemic recovery and logistics optimization, indicating a resurgence in warehousing logistics, supporting REITs development.

We assess a shift in warehousing logistics parks from 'logistics facilities' to 'logistics ecosystems'. This transformation meets diverse industry needs and enhances competitiveness. Future parks will be core platforms in supply and value chains, offering stable rental returns and capital appreciation for REITs investors.

The development of warehousing logistics parks shows a shift from 'extensive' to 'refined' and 'intelligent' supply chain management. Driven by policy and innovation, smart warehousing and logistics are transforming the industry, enhancing efficiency and precision. Green, low-carbon practices align with global trends and boost competitiveness.

Warehousing logistics REITs are crucial for supply chain optimization and efficiency. Amid global market uncertainty, REITs offer stable dividends and capital growth, providing a 'safe haven' with stable cash flows and low risk.

The Chinese government supports REITs, especially in infrastructure. Issuing warehousing logistics REITs attracts social capital, easing fiscal pressure and aligning with the 14th Five-Year Plan to enhance supply chain efficiency and industry upgrades. REITs are financial innovations and policy tools for economic transformation.

Risk Warning: Logistics growth, park construction, and profit growth may be weaker than expected.

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，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.

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.

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).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了601166.CH and 601998.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601166.CH and 601998.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601166.CH and 601998.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601166.CH 及 601998.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

601166.CH and 601998.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

601166.CH, 601995.CH 及 601998.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。

601166.CH, 601995.CH and 601998.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.

601995.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

601995.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从601166.CH, 601995.CH 及 601998.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 601166.CH, 601995.CH and 601998.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

评级分布 Rating Distribution

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

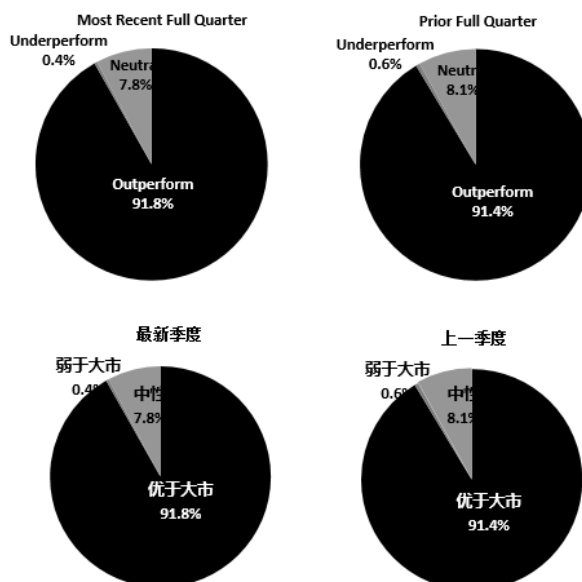
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

Ratings Distribution



截至 2024 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	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*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, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 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 (“HTISGL”) 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, HTISGL 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, HTISGL 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。HTISGL 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISGL 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。HTISGL 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), 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”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISGL”) 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 HTISGL 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, HTISGL, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISGL 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 HTISGL 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.

HTISGL 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 HTISGL may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISGL that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISGL 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。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”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“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》2001 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

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

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”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“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 2001. 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) 6713 0473

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>
