

恒通股份 Hengtong Logistics (603223 CH)

首次覆盖：背靠裕龙石化项目，港口业务进入业绩兑现期

Port Business Enters Performance Delivery Phase, Supported by Yulong Petrochemical : Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb8.94
目标价	Rmb10.81
HTI ESG	5.0-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	Rmb6.38bn / US\$0.88bn
日交易额 (3个月均值)	US\$7.07mn
发行股票数目	714.19mn
自由流通股 (%)	43%
1年股价最高最低值	Rmb10.73-Rmb6.15

注：现价 Rmb8.94 为 2025 年 04 月 01 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-1.7%	-14.7%	8.3%
绝对值 (美元)	-1.2%	-14.1%	7.9%
相对 MSCI China	-1.7%	-14.7%	8.3%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	2,002	2,391	2,483	2,529
Revenue (+/-)	-46.69%	19.40%	3.85%	1.88%
Net profit	155	309	376	410
Net profit (+/-)	31.98%	99.14%	21.78%	8.90%
Diluted EPS (Rmb)	0.22	0.43	0.53	0.57
GPM	13.98%	19.11%	21.53%	23.11%
ROE	4.09%	7.53%	8.40%	8.38%
P/E	41	21	17	16

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

南山系“港口+货运”物流企业，背靠裕龙石化项目

公司是南山集团旗下一家集港口建设与运营、公路运输、油气及大宗商品交易等业务于一体的综合型物流企业，依托在烟台港龙口港区南作业区（裕龙岛港区）泊位和库区，为山东裕龙石化产业园企业提供装卸、仓储、租赁等港口业务服务，另外在山东境内及全国各地开展普货、化工品公路货运和 LNG 贸易业务。自 2020 年南山集团入主并为公司注入裕龙港务开展港口业务以来，公司发展获得新动能，2024 年公司实现归母净利润 1.55 亿元，同比 +31.98%。其中 4Q24 实现归母净利润 0.56 亿元，同比 +193.60%，盈利增势强劲。

业务结构优化，港口业务成为业绩增长引擎

2024 年公司的港口业务/货物运输/LNG 等贸易业务分别实现毛利 1.28/1.01/0.30 亿元，同比 +100.9%/+11.8%/-13.2%，毛利占比 46%/36%/11%。港口业务不仅成为了主要盈利来源，而且成为公司业增长的重要引擎，主要是由于 2024 年 9 月裕龙石化一期项目的投产带动港口货量显著增长，港口业绩开始逐步兑现。我们认为，随着裕龙岛 2000 万吨炼化一体化项目的全面投产和达产，以及围绕该 2000 万吨炼化项目从事配套以及深加工的上下游企业陆续进驻裕龙石化产业园，未来 2-3 年内裕龙石化产业园区的港口集散需求将持续快速增长，带动公司港口业务持续高速增长。

港口具备区位优势与货源优势

根据 2024 年报，公司在裕龙岛港区拥有 7 个生产性泊位及配套库区，总共规划建设 13 个各类生产性泊位，是目前位于裕龙岛上唯一的港口设施，具备明显区位优势。另外，公司还具备货源优势，裕龙石化一期项目投于 24 年 9 月投产为港口业务带来庞大增量货源，作为裕龙石化产业园区的重要配套，公司港口有望充分承接产业园庞大的货运需求；长期看，规划中的裕龙石化二期的 2000 万吨/年炼化一体及配套工程，有望给公司带来翻倍的货源。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 3.09/3.76/4.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.43/0.53/0.57 元。考虑到受益于裕龙石化一期的逐步达产及产业集群发展带来的货物增量，叠加远期裕龙石化二期建设投产，公司港口业务成长动能及势能强劲，有望驱动整体业绩持续快速增长，给予 2025 年 25 倍 PE 估值，对应目标价为 10.81 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险

裕龙石化项目不及预期，LNG 价格大幅波动等风险。

骆雅丽 Yali Luo
yl.luo@htisec.com

虞楠 Nan Yu
nan.yu@htisec.com

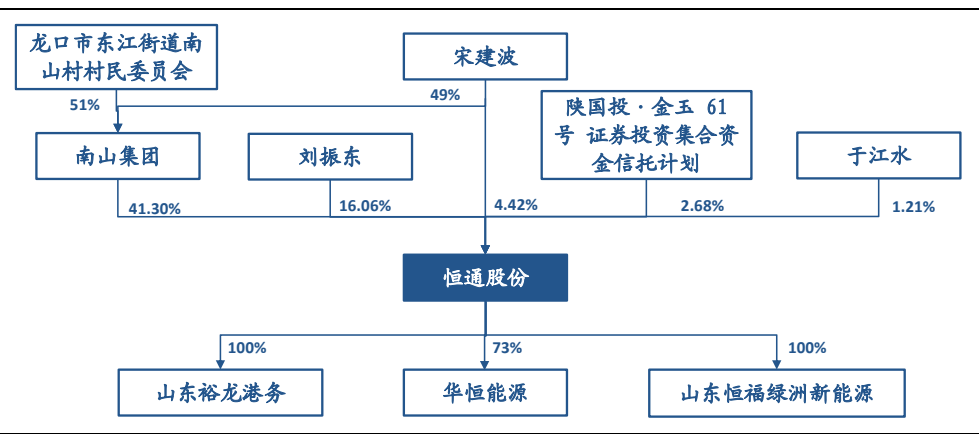
主营“港口+公路货运”业务，背靠南山集团裕龙石化

恒通股份是南山集团旗下一家集港口建设与运营、公路运输、油气及大宗商品交易等业务于一体的综合型物流企业。

2020 年 11 月 18 日，南山集团入主恒通股份，截至 2024 年底南山集团直接持股占比 41.30%，与一致行动人宋建波、龙口南山投资有限公司、陕国投•金玉 61 号证券投资基金集合资金信托计划合计持股占比 48.79%。

公司主营港口业务、公路运输及 LNG 贸易，其中，主营业务港口业务依托烟台港龙口港区南作业区（裕龙岛港区）新建设的 7 个生产性泊位及配套库区，为山东裕龙石化产业园区内企业提供船舶停泊、货物装卸、货物仓储等港口业务服务，是裕龙石化产业园区的重要配套。LNG 贸易业务逐步调整业务模式，公路运输、汽修、驾培等业务稳定运行。

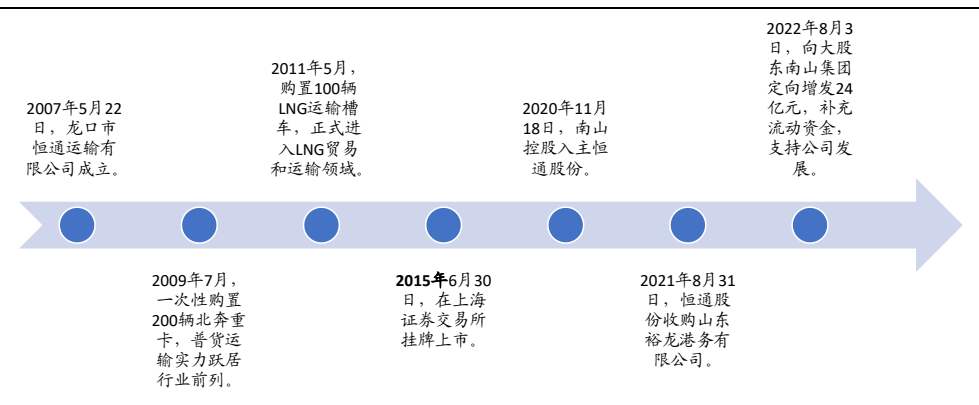
图1 恒通股份主要股权架构



资料来源：Wind，恒通股份 2024 年年报，HTI

自南山集团入主恒通股份，公司发展获得新动能。恒通股份于 2007 年成立，初期以普货运输和 LNG 运输、贸易为主业，运输业务实力位居行业前列，并于 2015 年 6 月在上交所上市，期间公司业务稳健发展。2020 年 11 月，南山集团入主恒通股份，并于 2021 年为公司注入山东裕龙港务有限公司，扩展港口业务，主要为南山集团旗下裕龙石化产业园提供港口服务和货物运输等配套业务，2022 年公司向大股东南山集团定增募资 24 亿元，补充流动资金，为公司发展不断提供支持。

图2 恒通股份发展历程

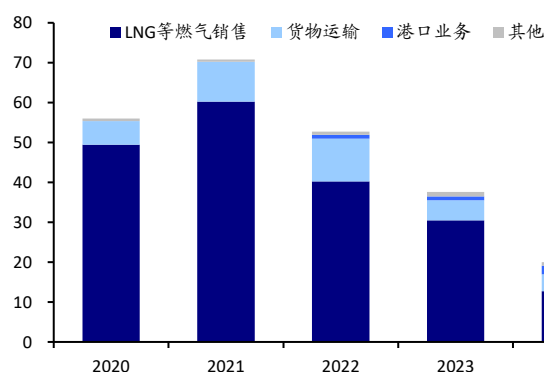


资料来源：Wind，恒通股份 2024 年年报，HTI

盈利结构优化，港口业务成为增长引擎

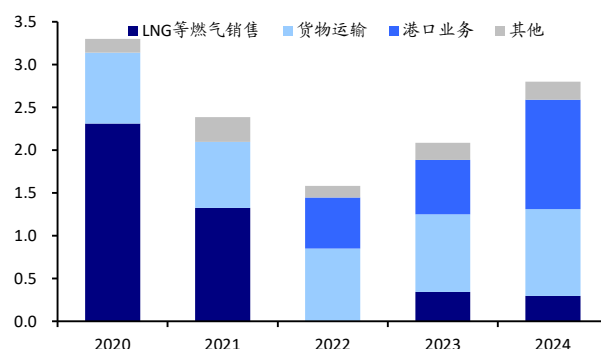
业务结构逐步由“LNG 贸易+公路运输”转变为“港口+运输”的陆港联运模式。恒通股份在 2021 年以前以 LNG 贸易及实体物流业务为主。2021 年 8 月收购山东裕龙港务有限公司后，公司开始发力港口业务，并根据市场环境逐渐调整业务重心，优化盈利结构。2024 年，公司主营业务中，港口业务/货物运输/LNG 等贸易业务分别实现毛利 1.28/1.01/0.30 亿元，毛利占比 46%/36%/11%，同比+100.9%/+11.8%/-13.2%。**港口业务不仅成为了公司主要盈利来源，而且以高速增长成为公司业务增长的重要引擎。**港口业务高增主要是由于 2024 年 9 月裕龙石化一期项目的投产带动港口经营货量显著增长。而货物运输、LNG 贸易业务经过主动的调整，尽管收入有所下滑，但盈利能力有所均有提升，货物运输/LNG 贸易毛利率分别为 24.1%/2.3%，同比+6.1pct/+1.2pct。我们认为，业务结构的调整提高了业绩稳定性与盈利能力，此外，港口业务的深度布局加强了公司的竞争壁垒。

图3 公司分业务营业收入（亿元）



资料来源：公司年报（2020-2024），HTI

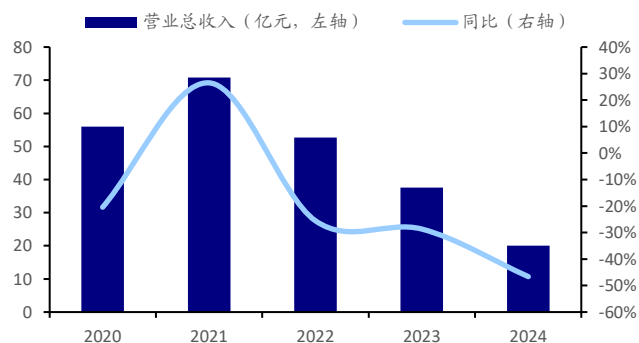
图4 公司分业务毛利（亿元）



资料来源：公司年报（2020-2024），HTI

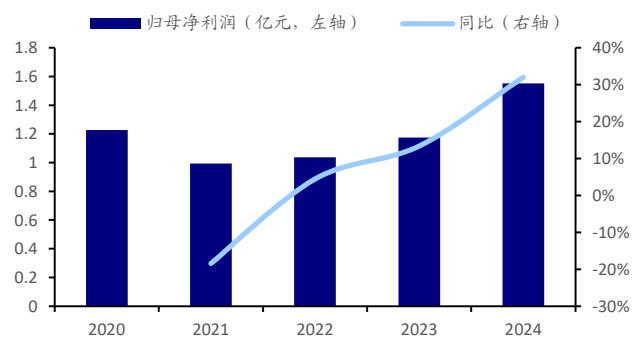
随着业务转型，盈利能力提升业绩具备成长性。由于 LNG 市场的下行以及公司主动的业务调整，占营业收入大部分比重的 LNG 贸易业务自 2022 年起开始持续下降，使得公司营业收入同比持续下降，2024 年公司实现营业收入 20.02 亿元，同比减少 46.69%，然而港口业务的盈利持续增长以及货物运输业务的稳定发展，使得公司盈利水平和盈利能力均持续提升。2024 年公司实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 31.98%；实现净利润率 7.68%，同比+4.55pct；ROE4.13%，同比+0.98pct。我们认为，随着港口业务的持续发力与货物运输业务的协同发展，未来 2025-2026 年公司业绩仍有望持续上行。

图5 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，HTI

图6 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，HTI

港口业务驶入快车道，长期空间广阔

背靠裕龙石化项目，25年是一期投产后产量快速增长期。南山集团旗下山东裕龙石化有限公司投资建设的4000万吨/年裕龙岛炼化一体化项目，是国家“十四五”重点建设项目，也是山东省近年来投资体量最大的工业项目。裕龙岛炼化一体化项目分两期建设，一期建设包含两条生产线，生产2000万吨/年炼油、300万吨/年乙烯、300万吨的/年混二甲苯。一期工程于2020年10月开工，总投资1168亿元，于2020年10月正式开工，于2024年9月25日投产，根据南山控股预计，全部达产后预计年实现销售收入1166亿元。我们认为，2025年随着裕龙石化一期的全面投产与达产，2025年裕龙石化生产将进入快速增长期，另外已规划的裕龙石化二期2000万吨/年炼油产能及配套设施有望在远期投产。

子公司裕龙港务为裕龙石化一期项目提供港口综合配套服务。恒通股份全资子公司裕龙港务依托烟台港龙口港区南作业区（裕龙岛港区）新建的7个生产性泊位及配套库区，为山东裕龙石化产业园区内企业提供船舶停泊、货物装卸、货物仓储、码头租赁等港口业务服务，此外公司积极延伸发展航运、贸易、金融等供应链服务。裕龙岛炼化一体化项目（一期）配套码头项目，是裕龙石化园区内的具备唯一性的码头基础设施，致力于成为裕龙石化园区原材料和产成品的转运核心。

图7 恒通股份裕龙岛港区示意图



资料来源：南山控股公司公众号，HTI

图8 恒通股份裕龙岛港区区位



资料来源：裕龙港务官网，HTI

根据裕龙港务官网，裕龙岛港区总岸线长度 4620 米，规划建设各类生产性泊位 13 个，其中包括 3 个 10 万吨级通用泊位，4 个 10 万吨级、5 个 5 万吨级液体散货泊位、1 个 10 万吨级乙烷专用泊位及相关配套设施，设计通过能力达到 5000 万吨/年。港区一期建设 1 个 10 万吨级和 2 个 4 万吨级通用泊位，2 个 5 万吨级液体化工泊位，1 个 5 万吨级液化品泊位和 1 个 10 万吨级油品泊位，1 个 5000 吨级重大件码头，同时建设 1 条 10 万吨级兼顾 10 万方 LEG 船舶通航的航道，设计水深和宽度均能满足大型船舶的通航需求。

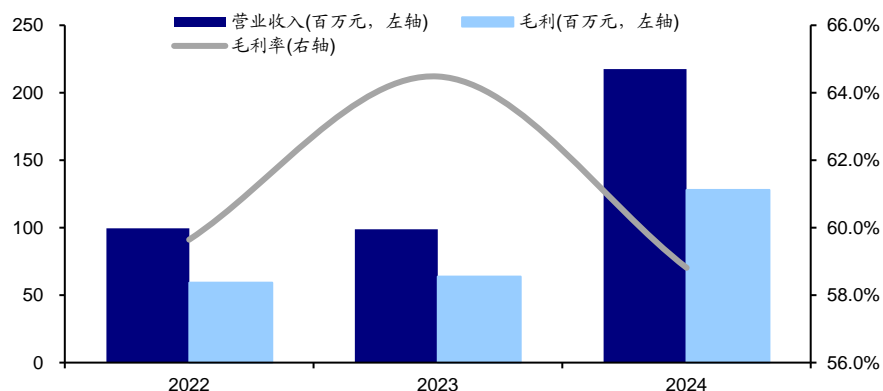
图9 裕龙港务规划配套设施



资料来源：裕龙港务官网，HTI

裕龙石化一期投产后港口收入增幅明显，港口业务正驶入快车道。2024 年公司港口业务营业收入 2.18 亿元，同比+120.3%，港口业务毛利润 1.28 亿元，同比+100.9%，主要受益于 2024 年 9 月裕龙石化一期投产。

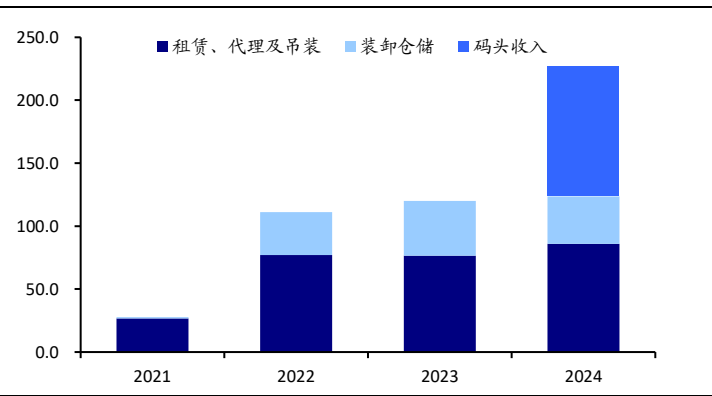
图10 恒通股份港口业务营业收入和毛利



资料来源：公司年报（2022-2024），HTI

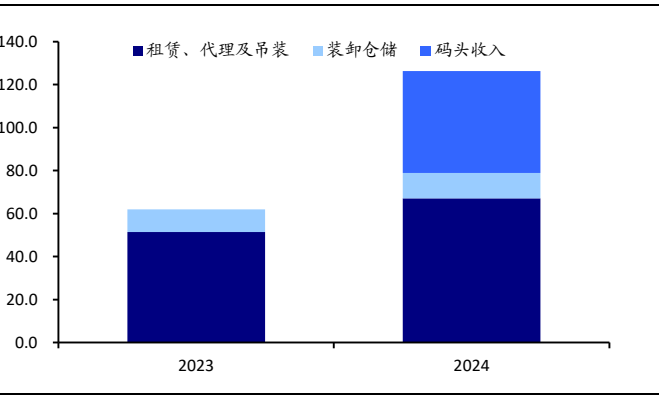
进一步对港口业务收入进行拆分，2024 年港口的租赁、代理及吊装/装卸仓储/码头营业收入分别为 8606/3759/10316 万元，毛利润分别为 6702/1188/4734 万元。具体来看：1) 码头收入：是港口业务主要增量。2024 年公司码头收入及毛利是由 2024 年裕龙岛港区运营而新增贡献的。港口业务的增长对公司 2024 年业绩特别是四季度业绩贡献了显著的增量，4Q24 公司单季度归母净利润为 5641 万元，同比+193.6%。2) 装卸仓储业务：贡献利润较为稳定，我们预期裕龙石化正式投产后园区内各类货物的仓储需求增长，为该块业务提供发展机会。3) 租赁业务：租赁合同稳定，根据公司年报披露的租赁合同情况，公司与裕龙石化签订了 2024-2025 年的码头租赁合同，约定租赁收入 7691 万元，租赁收益 6879 万元，增厚了 2024-2025 年租赁收入。

图11 恒通股份港口业务各细分业务营业收入（百万元）



资料来源：公司年报（2021-2024），HTI

图12 恒通股份港口业务各细分业务毛利（百万元）



资料来源：公司年报（2023-2024），HTI

表 1 公司码头租赁情况

租赁方名称	租赁资产情况	租赁资产涉及金额 (万元)	租赁起始日	租赁终止日	租赁收益 (万元)
山东裕龙石化有限公司	码头在用	1,070.34	2022.1.1	2022.5.31	824.39
山东裕龙石化有限公司	码头在用	611.93	2022.6.1	2022.6.30	562.61
山东裕龙石化有限公司	码头在用	3,577.98	2022.7.1	2022.12.31	3,231.29
山东裕龙石化有限公司	码头在用	6,422.02	2023.1.1	2023.12.31	5,759.09
山东裕龙石化有限公司	码头在用	7,690.83	2024.1.1	2025.12.31	6,878.89

资料来源：公司年报（2022-2024），HTI

未来裕龙石化货运需求空间广阔，将是公司业绩增长主要驱动力。我们认为，未来裕龙岛 2000 万吨炼化一体化项目全面投产和达产达产，以及围绕该 2000 万吨炼化项目从事配套以及深加工的上下游企业陆续进驻裕龙石化产业园，裕龙石化产业园区的港口集散需求将出现显著增长，将为公司港口业务的发展带来新的业绩增长点。公司也将积极拓展新的业务领域和服务范围，不断提升自身的综合竞争力和市场地位。

港口业务核心竞争力在于绝对区位及货源优势。区位方面，按照《烟台港龙口港区总体规划方案调整（烟台市人民政府 2020 年 9 月）》的方案，烟台港龙口港区南作业区是为山东裕龙石化产业园区的建设及运营配套建设的综合性港区，在裕龙岛范围内具有唯一性，相对其他港口企业具备绝对区位及货源优势。货源方面，山东裕龙石化产业园区一期 2000 万吨炼化一体化项目于 2024 年 9 月投产，投产后给公司 2024 年四季度业绩带来显著提升，据公司预测，投产后每年通过公司码头装卸的货物量预计达到 2100 万吨/年。同时，随着山东裕龙杭氧气体有限公司、烟台益大新材料有限公司等企业陆续进驻园区，将为公司带来新的增量货源。

货物运输与 LNG 业务调整优化，协同发展

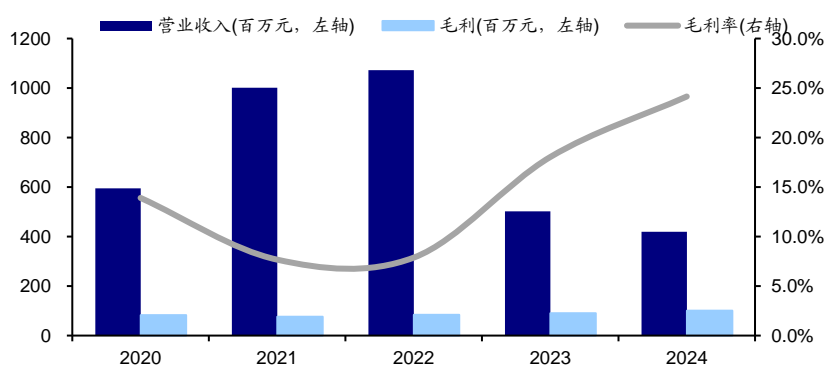
货物运输业务以普货运输业务和危化品运输业务为主。截至 2024 年底公司自有普货运输车辆 170 余辆，液碱运输车辆 70 余辆，是胶东地区规模较大的运输车队，主要与胶东地区众多规模以上工业企业保持长期合作，运输线路能够辐射至山东全省。

普货运输具备客户优势。普货运输依托于区域港口，运输铝矾土、煤炭、铝卷等集疏港大宗货源，港口货源充裕稳定。通过积累运营经验、提升团队水平，与东海氧化铝等省内多家大中型工业企业建立长期稳定的合作关系，运输线路辐射山东全省。

危化品车队主要从事危化品运输业务，承运的货种主要包括液碱和 LNG。其中，液碱运输车辆 70 余辆，是胶东地区较大的危化品运输车队，客户以山东地区规模以上工业企业为主，并长期保持密切合作，运输线路辐射全省。公司凭借自身运力优势，业务不断拓展，货源日渐丰富，货运量稳步增长；借助龙口港、岬岛港，稳步发展港口货源，加强与万华化学、东海氧化铝等优质客户的深度合作。

货物运输业务毛利率提升明显。2023-2024 年货物运输业务毛利率分别为 18.04%、24.14%，同比提升 10.15pct、6.11pct，公司货物运输业务盈利能力的改善主要是由于公司于 2023 年出让无车承运业务，减少了低毛利率业务。我们认为，长期看公司的货物运输业务一方面能有效地与公司港口业务、LNG 业务形成物流链条上贸易、运输、仓储、装卸等环节的联动，与各业务协同发展；另一方面，公司依托区域港口优势，货源充裕稳定，与多家大企业已经建立起长期稳定合作关系，且公司积极拓客有望获得更多新增货源，我们看好公司货物运输业务积极稳定地发展。

图13 恒通股份货物运输业务营业收入和毛利



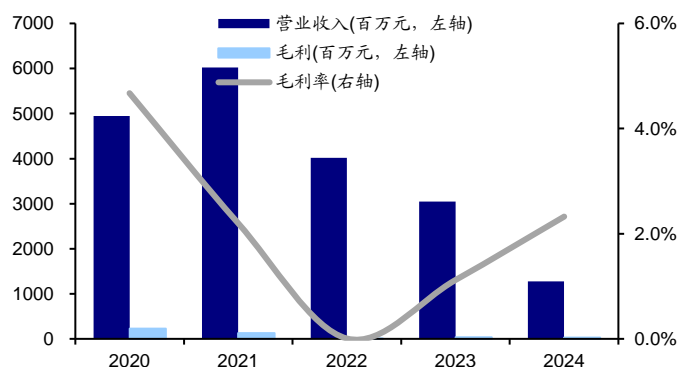
资料来源：公司年报（2020-2024），HTI

LNG 业务包括贸易+运输模式。公司开展 LNG 贸易的液源包括接收站（海气）、贸易商、内地液厂，LNG 消费旺季时，除了采购公司在中石化竞拍的液源指标、中海油年度合同量计划外，不足部分从其他 LNG 贸易商、液厂购买，以满足公司客户需求。当客户对 LNG 需求较少时，公司根据客户实际需求向合适资源方报送 LNG 采购计划，富余运力公司对外开展 LNG 承运业务。LNG 业务营收和盈利相对容易受到市场环境例如需求、价格的影响，历史业绩表现出较强的周期波动性。

LNG 业务由运贸一体向承运模式转变，营收规模收缩，盈利质量提升。2024 年，公司 LNG 业务进行战略调整，实行轻资产运营模式，处置约三分之一 LNG 车辆。同时，对 LNG 运贸业务进行结构调整，大幅减少运贸一体业务，向承运业务转变，直接导致营业收入减少，但调整后 2024 年全年 LNG 贸易业务毛利率由 2023 年 1.12% 提升至 2.33%。

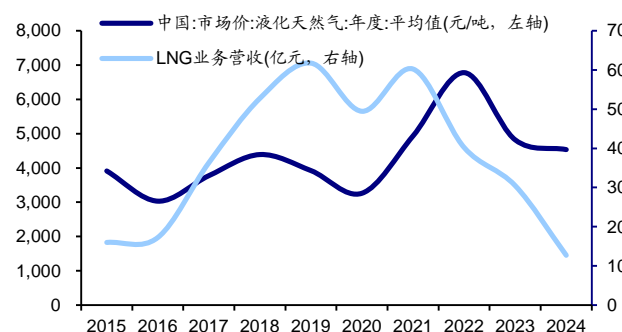
我们预计，公司对 LNG 业务的战略调整或将持续，LNG 贸易收入或阶段性下降，但是承运业务占比或提升，从而有望使得 LNG 业务盈利能力进一步提高，且业务结构的调整有望减缓由于 LNG 价格波动对板块业绩的周期性影响。

图14 恒通股份 LNG 贸易业务营业收入和毛利



资料来源：公司年报（2020-2024），HTI

图15 LNG 价格与公司 LNG 贸易业务营收关系



资料来源：Wind，公司年报（2020-2024），HTI

盈利预测与估值

主要盈利预测及假设：

1、港口业务：考虑到裕龙石化一期24年9月投产，裕龙石化二期计划26年底投产，受益于裕龙石化项目投产带来的增量，公司港口装卸、仓储、租赁业务有望迎来高速发展期。我们预测25-27年公司港口业务收入分别为6.62/7.86/8.42亿元。

2、货物运输：考虑到裕龙石化项目投产对公司货物运输业务的带动，我们预测25-27年公司货物运输业务收入分别为4.82/5.55/6.38亿元。

3、LNG等贸易：考虑到公司对LNG业务进行战略调整，计划减少运贸一体业务，我们预测25-27年公司LNG等贸易业务收入分别为11.48/10.33/9.30亿元。

表2 公司营业收入与毛利分项预测表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
港口业务					
营业收入	99	218	662	786	842
营业成本	35	90	373	444	470
毛利	64	128	289	343	372
毛利率	64.5%	58.8%	43.6%	43.6%	44.2%
货物运输					
营业收入	502	419	482	555	638
营业成本	412	318	366	416	478
毛利	91	101	116	139	159
毛利率	18.0%	24.1%	24.1%	25.0%	25.0%
LNG等贸易					
营业收入	3050	1275	1148	1033	930
营业成本	3016	1246	1121	1007	907
毛利	34	30	27	26	23
毛利率	1.1%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%

总计

营业收入	3756	2002	2391	2483	2529
营业成本	3548	1722	1934	1948	1945
毛利	208	280	457	535	585
毛利率	5.5%	14.0%	19.1%	21.5%	23.1%

资料来源：公司 2023 年及 2024 年财报，HTI

表 3 公司盈利预测表（百万元）

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
一、营业总收入	3756	2002	2391	2483	2529
二、营业成本	3548	1722	1934	1948	1945
三、营业利润	140	179	343	418	468
四、税前利润	140	179	343	418	468
减：所得税	23	26	34	42	59
五、净利润	118	154	309	376	410
六、归属母公司所有者净利润	117	155	309	376	410
总股本（百万股）	714	714	714	714	714
全面摊薄每股收益（元/股）	0.16	0.22	0.43	0.53	0.57

资料来源：公司 2023 年及 2024 年财报，HTI

我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 3.09/3.76/4.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.43/0.53/0.57 元。考虑到受益于裕龙石化一期的逐步达产及产业集群发展带来的货物增量，叠加远期裕龙石化二期建设投产，公司港口业务成长动能及势能强劲，有望驱动整体业绩持续快速增长，给予 2025 年 25 倍 PE 估值，对应目标价为 10.81 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 4 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2024A/2024E	2025E	2026E	2024A/2024E	2025E	2026E
600018	上港集团	0.64	0.61	0.62	9.0	9.5	9.4
601298	青岛港	0.79	0.84	0.89	12.6	11.9	11.3
001872	招商港口	1.65	1.73	1.84	12.6	12.0	11.3
601000	唐山港	0.33	0.33	0.34	14.3	14.3	13.8
	均值	0.85	0.88	0.92	12.1	11.9	11.4
603223	恒通股份	0.22	0.43	0.53	41.2	20.7	17.0

资料来源：Wind，HTI 注：可比公司 2024-2026 年 EPS 为 Wind 一致预期，PE 对应 2025 年 4 月 1 日收盘价。

风险提示

裕龙石化项目不及预期，LNG 价格大幅波动等风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标（元）					营业总收入	2,002	2,391	2,483	2,529
每股收益	0.22	0.43	0.53	0.57	营业成本	1,722	1,934	1,948	1,945
每股净资产	5.31	5.74	6.27	6.84	毛利率%	14.0%	19.1%	21.5%	23.1%
每股经营现金流	0.37	0.63	0.71	0.78	营业税金及附加	8	10	10	10
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估（倍）					营业费用	6	7	7	8
P/E	41.17	20.68	16.98	15.59	营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	1.68	1.56	1.43	1.31	管理费用	83	96	97	96
P/S	3.19	2.67	2.57	2.52	管理费用率%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%
EV/EBITDA	25.94	12.24	10.21	9.03	EBIT	182	347	422	473
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-7	3	5	5
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.2%
毛利率	14.0%	19.1%	21.5%	23.1%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	7.7%	12.9%	15.1%	16.2%	投资收益	-7	0	0	0
净资产收益率	4.1%	7.5%	8.4%	8.4%	营业利润	179	343	418	468
资产回报率	2.8%	5.2%	6.0%	6.1%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	3.2%	6.0%	6.9%	6.9%	利润总额	179	343	418	468
盈利增长（%）					EBITDA	258	471	567	637
营业收入增长率	-46.7%	19.4%	3.8%	1.9%	所得税	26	34	42	59
EBIT 增长率	81.9%	90.7%	21.9%	11.9%	有效所得税率%	14.3%	10.0%	10.0%	12.5%
净利润增长率	32.0%	99.1%	21.8%	8.9%	少数股东损益	-1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	155	309	376	410
资产负债率	30.1%	29.4%	27.7%	26.0%					
流动比率	2.52	2.33	2.35	2.44	资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
速动比率	2.31	2.09	2.07	2.11	货币资金	1,797	1,723	1,703	1,735
现金比率	2.07	1.82	1.79	1.83	应收账款及应收票据	122	146	152	155
经营效率指标					存货	27	31	31	31
应收账款周转天数	24.73	20.22	21.61	21.81	其它流动资产	246	305	349	391
存货周转天数	3.59	5.41	5.70	5.73	流动资产合计	2,193	2,205	2,235	2,312
总资产周转率	0.38	0.42	0.41	0.39	长期股权投资	156	156	156	156
固定资产周转率	2.22	1.51	1.27	1.10	固定资产	1,396	1,771	2,127	2,462
					在建工程	1,145	1,145	1,145	1,145
					无形资产	387	387	387	387
					非流动资产合计	3,320	3,691	4,042	4,373
					资产总计	5,513	5,896	6,277	6,685
现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	短期借款	27	27	27	27
净利润	155	309	376	410	应付票据及应付账款	537	603	607	606
少数股东损益	-1	0	0	0	预收账款	1	1	1	1
非现金支出	83	124	144	164	其它流动负债	305	313	314	313
非经营收益	21	30	30	30	流动负债合计	870	944	949	948
营运资金变动	4	-12	-45	-46	长期借款	726	726	726	726
经营活动现金流	262	452	506	558	其它长期负债	62	62	62	62
资产	-899	-500	-500	-500	非流动负债合计	788	788	788	788
投资	-13	3	3	3	负债总计	1,659	1,733	1,738	1,736
其他	0	2	2	2	实收资本	714	714	714	714
投资活动现金流	-912	-496	-496	-496	归属于母公司所有者权益	3,793	4,102	4,478	4,887
债权募资	566	0	0	0	少数股东权益	61	61	61	61
股权募资	0	0	0	0	负债和所有者权益合计	5,513	5,896	6,277	6,685
其他	-105	-30	-30	-30					
融资活动现金流	460	-30	-30	-30					
现金净流量	-189	-74	-20	32					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 4 月 1 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司 2024 年财报，HTI

APPENDIX 1**Summary**

Hengtong Logistics is a comprehensive logistics enterprise under Nanshan Group, integrating port construction and operation, road transportation and LNG trading. It provides port services such as loading and unloading, warehousing, and leasing for enterprises in the Shandong Yulong Petrochemical Industrial Park. In 2024, the company realized net profit of RMB155 million (+31.98%). In 4Q24, the net profit was RMB 56 million (+193.60%).

The company has optimized its business structure, with port operations becoming the main driver of profit growth. The port's strategic location offers a strong advantage, and with the launch of the Yulong Petrochemical project, port-related profits are expected to grow rapidly.

Earnings and valuation: We expect the company's net profit in FY25-27E to be Rmb309/376/410 mn and EPS to be 0.43/0.53/0.57, respectively. Considering the benefits from the gradual full production of the first phase of Yulong Petrochemical and the increase in goods brought by the development of the industrial cluster, coupled with the construction and commissioning of the second phase of Yulong Petrochemical in the long term, the growth momentum and potential of the company's port business are strong, which is expected to drive the overall performance to continue to grow rapidly. We assigned FY25PE of 25x and derive the target price of Rmb10.81, with an "Outperform" rating.

Risks: Lower-than-expected cargo volume from Yulong Petrochemical, significant fluctuations in LNG prices, etc.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The company's LNG business growth promotes clean energy use and safeguards the port's environmental quality.

Social:

The company ensures the protection of employees' rights.

Governance:

The company maintains stable governance.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我， 骆雅丽，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yali Luo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我， 虞楠，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Nan Yu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution

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

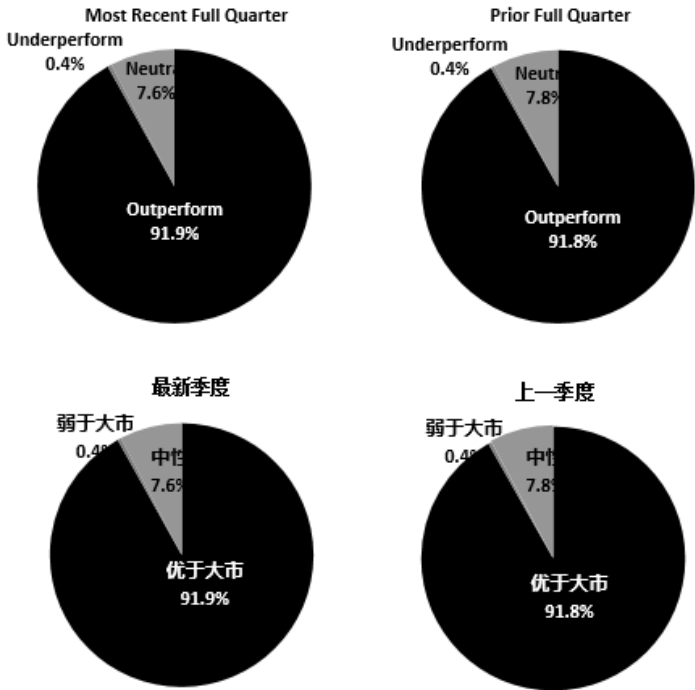
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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 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	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	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 December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	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

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的 / 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. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA，电话+1 212-

351-6052。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.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
联系人电话：+1 212-351-6052

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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. 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.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

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、广告或公开发售。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>