研究报告 Research Report

6 Jun 2023

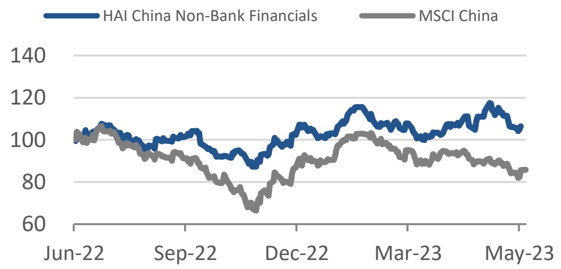
中国非银行金融 China Non-Bank Financials

非银周报：保险估值重回底部，攻守兼备

Non-bank Financial Weekly: Insurance valuation is back to the bottom, both offensive and defensive

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
中国平安	Outperform	中国财险	Outperform
中国人寿	Outperform	兴业证券	Outperform
中信证券	Outperform	国投资本	Outperform
中国太保	Outperform	同花顺	Outperform
中国人保	Outperform	富途控股	Outperform
指南针	Outperform	浙商证券	Outperform
中信建投	Outperform	东吴证券	Outperform
中金公司	Outperform	财通证券	Outperform
国泰君安证券	Outperform	国金证券	Outperform
华泰证券	Outperform	国元证券	Outperform
招商证券	Outperform	众安在线	Outperform
广发证券	Outperform	永安期货	Outperform
新华保险	Outperform	国联证券	Outperform
中国银河	Outperform	第一创业	Neutral
东方证券	Outperform	华安证券	Outperform
光大证券	Outperform		



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

非银周报：短期调整不改向上趋势（Non-bank Financial Weekly: Short-term adjustment does not change the upward trend）(28 May 2023)

非银周报：继续看好中特估行情下金融股表现（Non-bank Financial Weekly: Continue to be Positive for Financial Sector Performance）(22 May 2023)

非银周报：成交量维持高位；寿险负债端持续转暖（Non-bank Financial Weekly: Trading volume remains high; Life insurance liabilities side continue to recovery）(14 May 2023)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

投资建议

- **5 月日均股基交易额维持高位，两融余额持续提升。全面注册制制度规则发布实施，资本市场各项改革持续推进，头部券商优势显著。保险行业 2023 年负债端值得期待，中长期看好康养产业发展；十年期国债收益率降至 2.7%左右，如果后续经济预期改善、长端利率上行，保险公司投资端压力将显著缓解。建议关注：中国平安、新华保险、中国人寿、中国太保、中信证券、东方证券、兴业证券、同花顺等。**
- **非银行金融子行业近期表现：**最近 5 个交易日（2023 年 5 月 22 日-5 月 26 日）证券行业、多元金融行业、保险行业均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 2.65%，多元金融行业下跌 3.09%，保险行业下跌 6.06%，非银金融整体下跌 3.74%，沪深 300 指数下跌 2.37%。
- **证券：2023 年 5 月交易量维持高位，基金业协会公布公募基金 4 月规模数据。1）2023 年 5 月交易量维持高位。**5 月日均股基交易额为 10077 亿元，同比上涨 11.44%，环比下跌 16.82%。两融余额 16134 亿元，同比上涨 5.96%，环比上涨 0.39%。**2）公募基金整体规模增长，权益类基金出现下滑。**截至 2023 年 4 月末，公募基金规模为 27.29 万亿，环比增长 2.31%，同比增长 6.95%；权益类（股票+混合）基金的规模为 7.43 万亿，环比减少 2.52%，同比减少 6.84%。4 月权益基金规模下滑主要原因为市场震荡导致单位净值下跌，以及混合型基金赎回较多。**3）证监会副主席方星海出席深交所主办的 2023 全球投资者大会并发表讲话，扩大高水平对外开放，建设中国特色现代资本市场。**证监会副主席方星海指出，围绕中国资本市场扩大高水平对外开放，要着力深化资本市场改革和制度优化，持续推进资本市场功能发挥，助力形成优质上市公司群体，扩大资本市场高水平制度型开放。**4）证监会副主席王建军出席中国上市公司峰会，进一步推动上市公司高质量发展。**证监会副主席王建军介绍，通过这几年的努力，上市公司的面貌和质量发生了可喜的变化，规范化运作和治理水平明显提升，信息披露质量不断改善，高质量发展的基础更加牢固，为打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供了有力支撑。**5）2023 年 6 月 2 日券商行业平均估值 1.4x 2023E P/B，建议关注低估值优质龙头和财富管理转型领先标的，如中信证券、东方证券、兴业证券、同花顺等。**

孙婷 Ting Sun
ting.sun@htisec.com

Wangjie OU
wj.ou@htisec.com

- **保险：负债端持续显著改善。1）国家金融监督管理总局召开偿付能力监管委员会工作会议。**2023 年第一季度末，财产险公司、人身险公司的平均综合偿付能力充足率分别为 227.1%、180.9%，平均核心偿付能力充足率分别为 196.6%、109.7%。53 家保险公司风险综合评级被评为 A 类，105 家被评为 B 类，16 家被评为 C 类，11 家被评为 D 类，风险综合评级保持稳定。**2）国家金融监督管理总局披露保险行业 4 月经营情况。**4 月单月产寿险保费均表现较好，人身险公司原保费收入同比+15%，健康险同比+6%，较 3 月增速有所提升；产险同比+10%，我们依然看好龙头险企的长期发展。2023 年 4 月末行业投资资产规模达 26.11 万亿元，较年初+4.2%;银行存款/债券/股票和基金/其他（非标等）分别占比 10.3%/42.6%/12.9%/34.2%。**3）保险业经营具有显著顺周期特性，随着经济复苏，资产端和负债端基本面改善已在进行中。我们认为，2023 年全年 NBV 有望持续正增长，净利润预计仍将同比大幅增长。**2023 年 6 月 2 日保险板块估值 0.42- 0.84 倍 2023E P/EV，仍处于历史低位。

- **多元金融：1）信托：银保监会规范信托公司信托业务分类，促进信托业务回归本源。**2022 年末信托资产规模为 21 万亿元，同比+2.9%；利润总额 362 亿元，同比-40%。2022Q4 单季经营收入环比-17.4%，单季亏损 20.6 亿元。**2）期货：证监会就《期货从业人员管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，强化期货从业人员的事中事后监管。**2023 年 5 月全国期货交易市场成交量为 8.25 亿手,成交额为 50 万亿元，同比分别+75.16%、+25.60%。2023 年 4 月全国期货公司净利润 5.99 亿元，同比增加 22.44%。

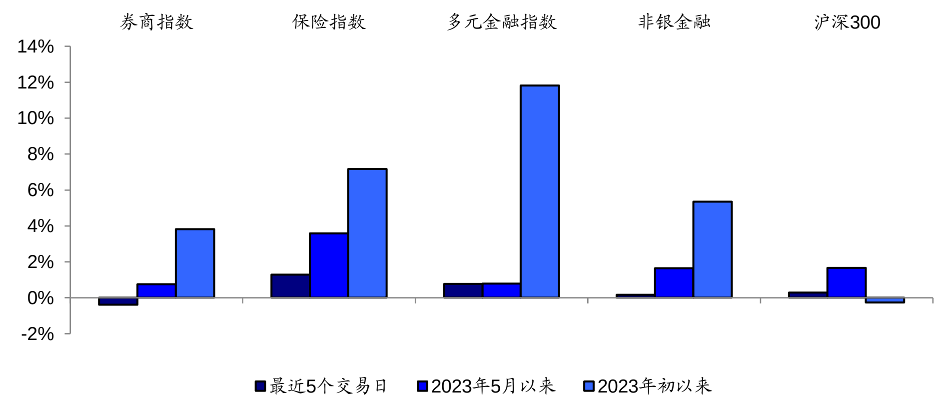
- **行业排序及建议关注重点公司：**行业排序为保险>证券>其他多元金融，建议关注中国平安、新华保险、中国人寿、中国太保、中信证券、东方证券、兴业证券、同花顺等。

- **风险提示：市场低迷导致业绩和估值双重下滑。**

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2023 年 5 月 29 日-6 月 2 日）保险行业、多元金融行业跑赢沪深 300 指数，券商行业跑输沪深 300 指数。保险行业上涨 1.29%，多元金融行业上涨 0.78%，券商行业下跌 0.39%，非银金融整体上涨 0.17%，沪深 300 指数上涨 0.28%。

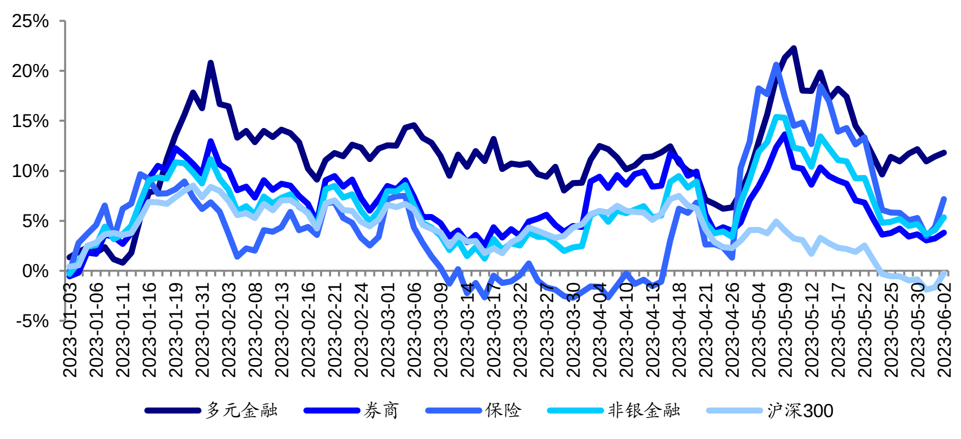
图1 最近 5 个交易日（2023.5.29-2023.6.2）非银金融子行业表现



资料来源：wind，HTI

2023 年以来（截至 6 月 2 日），多元金融行业表现最好，其次为保险行业、券商行业。多元金融行业上涨 11.82%，保险行业上涨 7.17%，证券行业上涨 3.81%，非银金融整体上涨 5.35%，沪深 300 指数下跌 0.25%。

图2 2023 年以来，保险、券商、多元金融三个子行业表现均优于沪深 300



资料来源：wind，HTI 注：数据截止至 2023 年 6 月 2 日

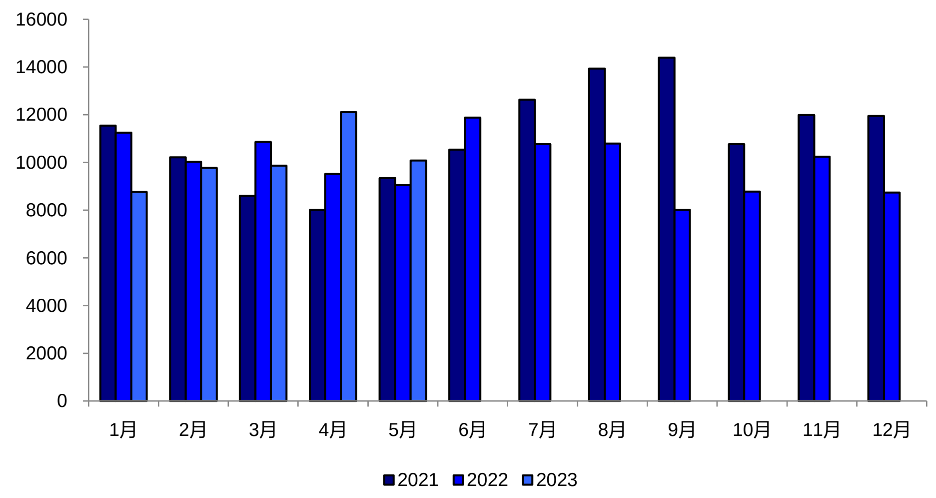
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国人寿股价表现明显好于同业，中国太保表现相对较差；证券行业中，东吴证券表现最好，国联证券表现相对较差；多元金融行业中，渤海租赁表现显著好于同业，ST 安信和辽宁成大表现相对较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1 证券：2023 年 5 月交易量维持高位，基金业协会公布公募基金 4 月规模数据

2023 年 5 月交易量维持高位。截止至 2023 年 5 月 31 日，5 月日均股基交易额为 10077 亿元，同比上涨 11.44%，环比下跌 16.82%。两融余额 16134 亿元，同比上涨 5.96%，环比上涨 0.39%。截至 5 月 31 日，5 月份 IPO 发行 31 家，募集资金 476.89 亿元。

图3 2021-2023 年各月日均股基交易额（亿元）



资料来源：wind，HTI 注：数据截止至 2023 年 5 月 31 日

5 月权益市场出现下跌。截止至 2023 年 5 月 31 日，沪深 300 指数下跌 5.72%，上年 5 月上涨 1.87%，2023 年 4 月下跌 0.54%；创业板指数下跌 5.65%，上年 5 月上涨 3.71%，2023 年 4 月下跌 3.12%；上证综指下跌 3.57%，上年 5 月上涨 4.57%，2023 年 4 月上涨 1.54%；中债总全价指数上涨 0.42%，上年 5 月上涨 0.26%，2023 年 4 月上涨 0.33%；万得全 A 指数下跌 3.31%，上年 5 月上涨 5.90%，2023 年 4 月下跌 1.44%。

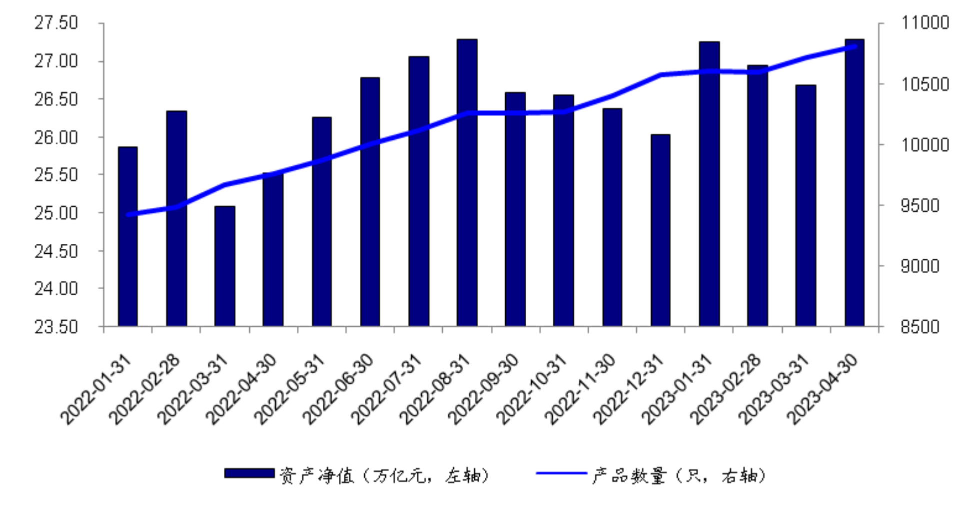
表 1 各指数涨跌情况

日期	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2022 年 5 月	1.87%	3.71%	4.57%	0.26%	5.90%
2023 年 5 月	-5.72%	-5.65%	-3.57%	0.42%	-3.31%
2023 年 4 月	-0.54%	-3.12%	1.54%	0.33%	-1.44%
2022 年全年累计	-21.63%	-29.37%	-15.13%	0.18%	-18.66%
2023 年 1-5 月累计	-1.89%	-6.53%	3.73%	0.60%	1.46%

资料来源：wind，HTI 注：数据截止至2023年5月31日

公募基金整体规模增长，权益类基金出现下滑。根据基金业协会数据，截至2023 年 4 月末，行业公募基金规模为 27.29 万亿，环比增长 2.31%，同比增长6.95%；其中开放式基金规模为 23.62 万亿，环比增长 2.54%，同比增长 5.60%；非货币基金规模为 15.82 万亿，环比减少 1.26%，同比减少 2.95%；权益类（股票+混合）基金的规模为 7.43 万亿，环比减少 2.52%，同比减少 6.84%。4 月权益基金规模下滑主要原因为市场震荡导致单位净值下跌，以及混合型基金赎回较多。

图4 公募基金规模及数量变化



资料来源：中基协，HTI

证监会副主席方星海出席深交所主办的 2023 全球投资者大会并发表讲话，扩大高水平对外开放，建设中国特色现代资本市场。中国证监会副主席方星海出席由深交所主办的2023全球投资者大会并发表演讲。方星海指出，围绕中国资本市场扩大高水平对外开放，**一是着力深化资本市场改革和制度优化，为国际投资者提供良好投资环境。**以注册制改革为牵引，全面深化资本市场改革开放，统筹推进资本市场基础制度建设、法治体制完善、监管转型和能力提升，有效提升投融资的便利性，为境外机构参与中国资本市场提供了更加便利友好的环境。资本市场中长期资金来源持续扩大，公募基金等专业投资者力量稳步增强，个人养老金投资公募基金业务正式启动，境内外专业机构投资者的持股比例、交易占比逐步上升，个人投资者交易占比从长期超过 80%下降到 60%左右。2022 年，深交所境内专业机构投资者持股占比约 21%，交易占比为 31%，5 年间分别增长 5.5 个百分点和 18 个百分点。**二是持续推进资本市场功能发挥，市场的深度广度体现了中国大市场机遇。**受益于中国经济规模持续扩大，质量不断提高，中国资本市场已经成长为世界第二大市场，拥有全球数量最多、交易最为活跃的投资者群体。深交所投资者开户数达到 2.6 亿户，股票成交金额稳居全球证券交易所第三位。此外，中国与境外市场不处在同一经济周期，中国资产与其他市场资产存在相关性差异，这些都彰显出中国资产在全球资产组合中的投资价值。**三是助力形成优质上市公司群体，体现高质量发展要求。**2022 年全年共实现营业收入 71.53 万亿元，同比增长 7.2%，整体平均研发强度2.32%，同比提高 0.25 个百分点。其中：科技型上市公司高增长、高研发投入特点凸显，高技术制造业上市公司营业收入增长 14.6%、研发强度达 6.71%。一批上市公司在清洁能源、电动汽车等领域已经成长为全球技术最领先、规模最大的企业。此外，越来越多 A 股上市公司积极主动践行绿色发展理念，逾 1700 家公司单独编制发布 2022 年 ESG 相关报告，家数同比大幅增加，更好地满足国际投资者 ESG 投资需求。**四是扩大资本市场高水平制度型开放，推动市场融合发展。**不断优化内地与中国香港互联互通机制，稳步扩大沪深港通投资标的范围，先后将不同投票权架构公

司、科创板股票、交易型开放式基金（ETF）等纳入互联互通，近期又进一步扩大了沪深港通的股票标的范围；优化交易日历安排，将不可交易天数减少一半。今年以来，随着中国经济整体恢复好转，外资保持流入 A 股态势，1~5 月份通过沪深股通净流入达 1700 亿元。近 5 年外资通过 QFII/RQFII 及深股通持有创业板股票市值增长超过 11 倍。持续扩大商品和金融期货国际化品种，为境外投资者提供更多避险产品和配置工具，支持开展期货产品结算价授权合作，实现期货市场开放路径多元化。拓展优化互联互通存托凭证业务，支持更多上市公司互联互通存托凭证在欧洲市场发行上市。境内企业境外发行上市备案制度落地实施，第一批两家企业已完成备案。与此同时，加强开放条件下资本市场监管和监管能力建设，确保市场稳定运行。

证监会副主席王建军出席中国上市公司峰会，进一步推动上市公司高质量发展。中国上市公司协会年会（理事会）暨 2023 中国上市公司峰会在北京召开。证监会副主席王建军介绍，通过这几年的努力，上市公司的面貌和质量发生了可喜的变化，规范化运作和治理水平明显提升，信息披露质量不断改善，高质量发展的基础更加牢固，为打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场提供了有力支撑。**一是重要性持续增强。**目前 A 股上市公司超过 5000 家，占全国企业数量不足万分之一，但却汇聚了“大而优”的行业龙头和“小而美”的细分市场冠军，在科技创新、吸纳就业、稳定经济等方面发挥着重要作用。2022 年上市公司实现增加值 18.23 万亿元，占 GDP 的 15.1%；合计贡献税收 4.79 万亿元，占全国税收总额的 28.7%，较 3 年前提高 5.8 个百分点；提供就业岗位超过 2900 万人，支付员工薪酬 6.24 万亿元。**二是成长性不断凸显。**2022 年，上市公司克服多重不利因素冲击，实现营业收入 71.53 万亿元，净利润 5.62 万亿元，分别是 3 年前的 1.35 倍和 1.31 倍，展现了我国经济的活力和韧性。**三是规范性稳步提升。**公司治理专项行动成效显著，大股东资金占用、违规担保等突出问题整治取得明显成效。积极畅通投资者沟通渠道，上市公司召开业绩说明会覆盖率超过 95%。上市公司治理内部规章制度基本完备，组织架构不断优化，逐步成为践行现代企业制度、规范运作的优秀代表。**四是引领创新作用日益突出。**2022 年，上市公司研发投入达 1.66 万亿元，占全国研发支出的五成；高技术制造业上市公司研发强度达 6.71%，大幅领先全国平均水平；累计披露专利数量占全国专利数量的近 1/3。上市公司在一些关键技术领域实现重大突破，原创技术不断涌现，在落实创新驱动发展、推动经济转型升级中的引领作用更加凸显。**五是积极履行社会责任。**近几年，上市公司主动服务国家战略，持续增加资金投入，优化帮扶模式，成为乡村振兴的重要力量。同时，积极回报投资者，2022 年度分红派现首次突破 2 万亿元，同比增长 17%。逾 1700 家公司单独编制并发布 2022 年 ESG（环境、社会和公司治理）相关报告，较上一年大幅增加。

券商板块估值低位，建议关注。目前（2023 年 6 月 2 日）券商行业平均估值 1.4x 2023E P/B，估值处于较低水平。考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

建议关注：中信证券、东方证券等。

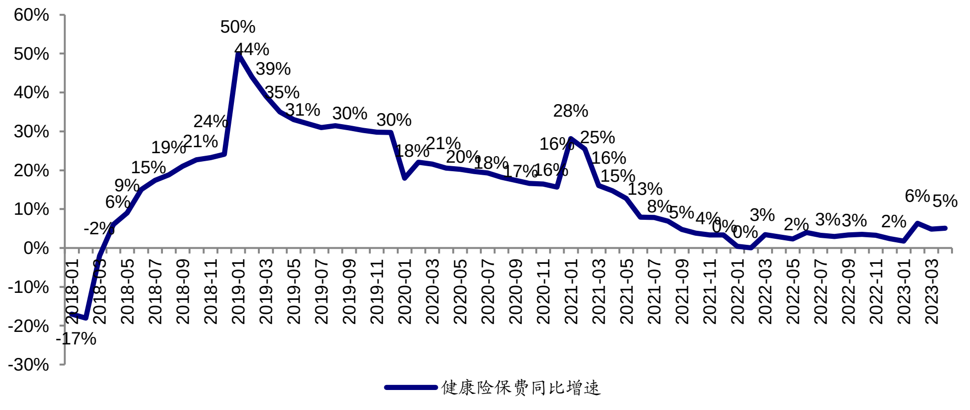
风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.2 保险：负债端持续改善

国家金融监督管理总局披露保险行业 4 月经营情况，4 月单月产寿险保费均表现较好。1）人身险公司原保费收入同比+15%，健康险同比+6%，较 3 月增速有所提升。我们认为，伴随险企代理人规模企稳、保障型产品消费需求复苏，健康险仍然具有长期增长空间，通过打通保险、体检、康复、养老、药品、医院等产业链条，建立“健康管理+医疗服务+保险”的一站式健康生态系统，能够有效提高客户粘性，为保险业务增长赋能。2）产险同比+10%，车险保费增速提升，非车险保持稳定。

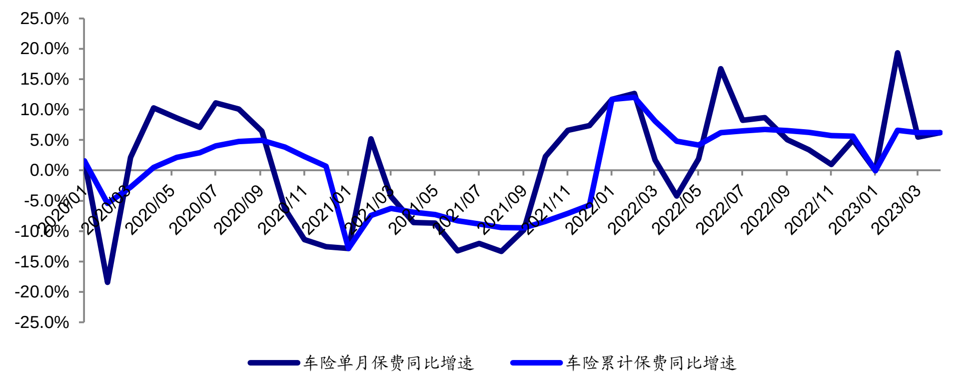
我们依然看好龙头险企的长期发展。3）2023 年 4 月末行业投资资产规模达 26.11 万亿元，较年初+4.2%；银行存款/债券/股票和基金/其他（非标等）分别占比 10.3%/42.6%/12.9%/34.2%，股票和基金 4 月末占比较年初+0.2pct，债券+1.7pct，银行存款-1.0pct，其他（非标等）-0.9pct。

图5 2018 年以来健康险保费累计增速



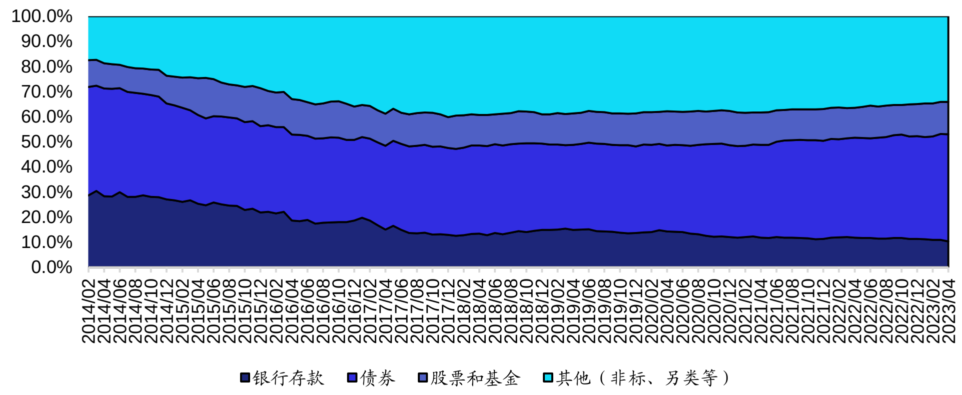
资料来源：国家金融监督管理总局官网，HTI

图6 2020 年以来车险保费同比增速



资料来源：国家金融监督管理总局官网，HTI

图7 行业资金运用配置（%）

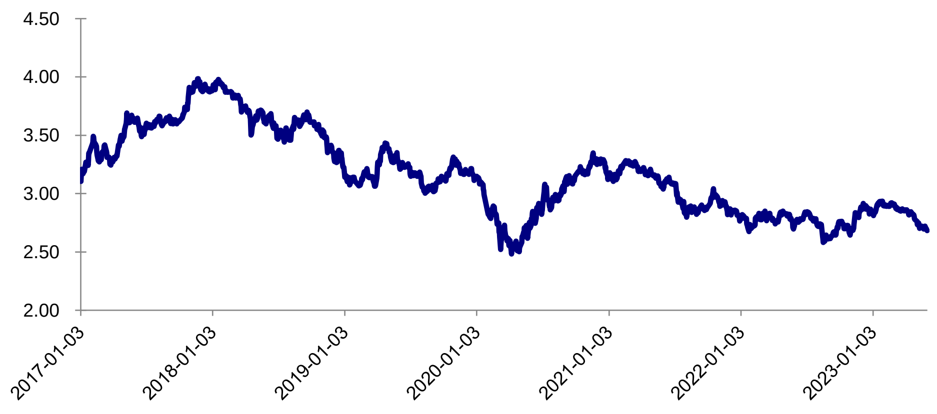


资料来源：wind，HTI

国家金融监督管理总局召开偿付能力监管委员会工作会议。2023 年第一季度末，纳入会议审议的 185 家保险公司平均综合偿付能力充足率为 190.3%，平均核心偿付能力充足率为 125.7%；实际资本为 4.7 万亿元，最低资本要求为 2.47 万亿元。财产险公司、人身险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为 227.1%、180.9%和 277.7%；平均核心偿付能力充足率分别为 196.6%、109.7%和 240.9%。53 家保险公司风险综合评级被评为 A 类，105 家被评为 B 类，16 家被评为 C 类，11 家被评为 D 类，风险综合评级保持稳定。会议指出，国家金融监督管理总局坚决落实党中央对金融工作的集中统一领导，持续加强和完善保险监管，牢牢守住不发生系统性金融风险底线。2023 年一季度，保险业发展好于预期，实现原保险保费收入 1.95 万亿元，同比增长 9.2%。一季度保险资金年化综合投资收益率为 5.24%，呈现回升向好态势。偿付能力充足率降幅明显收窄，保持在合理区间。

负债端与资产端均有改善，安全边际较高，攻守兼备。保险业经营具有显著顺周期特性，随着经济复苏，基本面改善已在进行中。1）2023 年 2 月以来，新单保费持续高增长，预计在宏观经济改善趋势下，保险产品消费需求将逐步复苏。2）十年期国债收益率降至 2.7%左右，未来伴随国内稳增长政策持续落地，宏观经济预期改善，新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3）2023 年 6 月 2 日保险板块估值 0.42- 0.84 倍 2023E P/EV，处于历史低位。

图8 10 年期中债国债到期收益率（%）



资料来源：wind，HTI

风险提示： 长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单保费增长不及预期。

2.3 多元金融：政策红利时代已经过去，信托行业进入平稳转型期；期货行业成交规模保持高位，创新业务或是未来发展方向

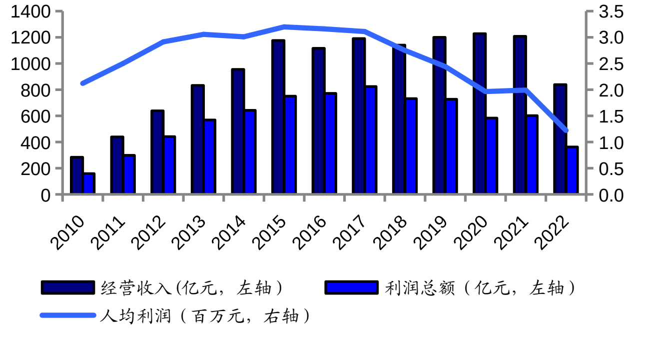
2.3.1 信托：资产规模渐趋平稳并小幅回升

银保监会规范信托公司信托业务分类，促进信托业务回归本源。 银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》。《通知》共分为四部分。**一是总体要求。** 明确《通知》的起草目的和原则。**二是明确信托业务分类标准和具体要求。**《通知》将信托业务分为**资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类 25 个业务品种**，具体包括：1、资产服务信托。按照服务具体内容和特点分为财富管理服务信托、行政管理服务信托、资产证券化服务信托、风险处置服务信托、经监管部门认可的新型资产服务信托等 5 小类，共 19 个业务品种。2、资产管理信托。依据资管新规，按投资性质不同分为 4 个业务品种，包括固定收益类信托计划、权益类信托计划、商品及金融衍生品类信托计划和混合类信托计划。3、公益慈善信托。按照信托目的不同分为慈善信托和其他公益信托 2 个业务品种。**三是落实信托公司主体责任。** 要求信托公司按照信托业务新分类要求，严格把握信托业务边界，完善内部管理制度和内控机制，定期排查，严肃问责，确保按新分类标准规范开展信托业务。要求信托公司明确发展战略和转型方向，立足信托本源重塑发展模式，摆脱传统路径依赖，在有效防控风险的基础上实现高质量发展。**为推动信托公司稳妥有序整改，确保平稳过渡，《通知》拟设置 3 年过渡期。四是强化监管引领。** 银保监会将进一步完善各类具体业务监管规则和配套机制，指导派出机构对信托公司信托业务分类准确性和展业合规性实施持续监管。

资管新规过渡期结束，信托资产规模渐趋平稳。 据中国信托业协会，截至 2022 年末，信托资产规模为 21.07 万亿元，较年初提升 2.87%，较三季度提升 0.31%。从信托功能来看，事务管理较年初增长 3.68%至 8.78 万亿元，规模占比为 41.53%，较年初提升 0.33pct，信托业务收入是信托公司最主要的收入来源，继续保持良好的稳定性。从资金来源来看，单一资金信托占比下滑至 19.03%，信托行业由传统通道向主动管理转型继续深入。

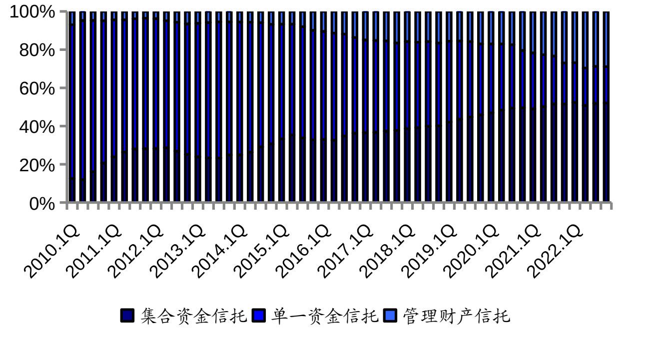
信托行业营收环比下滑，四季度出现亏损。 信托行业 2022 全年实现经营收入 839 亿元，同比下滑 30.56%；实现利润总额 362 亿元，同比下降 39.76%，2022Q4 单季经营收入环比-17.39%，利润总额单季亏损 20.58 亿元，环比由盈转亏。从收入结构来看，信托业务收入仍为主要来源，截至 2022 年末，实现信托业务收入 723 亿元，同比下降-16.81%，收入占比为 86.16%，同比提升 22.89pct。

图9 信托行业经营收入及利润



资料来源：中国信托业协会，HTI

图10 信托资产种类分布（%）



资料来源：中国信托业协会，HTI

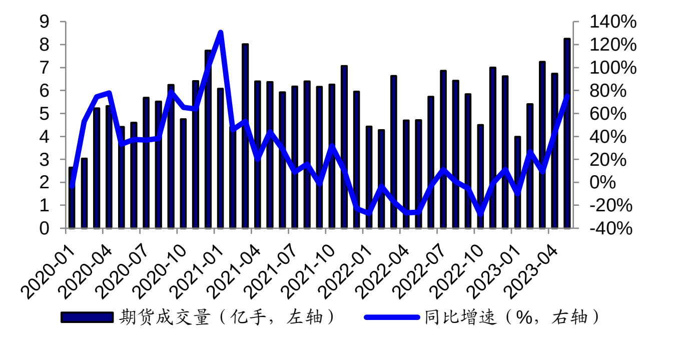
政策超红利时代已经过去，行业进入平稳转型期。过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱，同时由于资管行业的放松，外部竞争者的加入对信托的传统业务形成较大冲击。此外由于宏观经济下行压力加大使更多企业面临流动性风险，我们认为信托报酬率和 ROE 已远不及高峰时期，行业的爆发式增长已经告一段落，未来行业将进入整固和平稳增长期。信托公司将通过强化管理、完善内部流程、产品创新等方面谋求转型，以适应市场和宏观经济的变化。

2.3.2 期货

证监会就《期货从业人员管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，强化期货从业人员的事中事后监管。证监会就《期货从业人员管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。修订的主要原则为：一是落实《期货和衍生品法》要求，取消期货从业资格管理，强化期货从业人员的事中事后监管。二是保持《办法》总体框架基本稳定，完善期货从业人员执业管理和执业规范，与现行监管实践有效衔接。三是完善期货从业人员监管机制，压实机构的管理责任，促进期货从业人员合规展业。

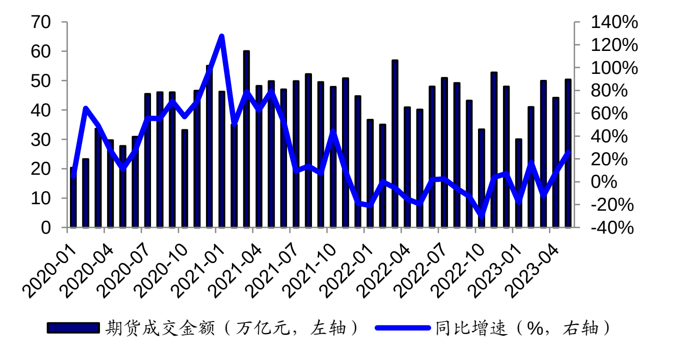
期货行业市场成交规模大幅上涨。根据期货业协会数据，以单边计算，2023 年 5 月全国期货交易市场成交量为 8.25 亿手,成交额为 50 万亿元，同比分别+75.16%、+25.60%，环比分别增长 22.73%和 14.08%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1）受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2）目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 11 期货行业市场成交量及增速



资料来源：中国期货业协会，HTI

图 12 期货行业市场成交额及增速

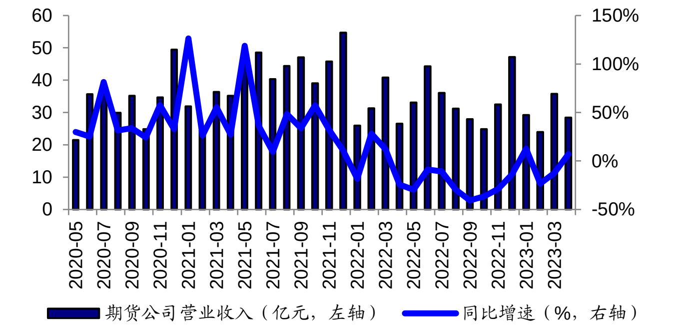


资料来源：中国期货业协会，HTI

2023 年 4 月期货公司利润有所上升。截至 2023 年 4 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。4 月实现营业收入 28.45 亿元，同比增加 7.17%，环比减少 20.49%；净利润 5.99 亿元，同比增加 22.44%，环比减少 45.75%。（说明：以上统计范围仅为期货公司母公司未经审计的财务报表，不包含各类子公司，如资产管理公司、风险管理公司、中国香港公司等境内外子公司报表数据）。

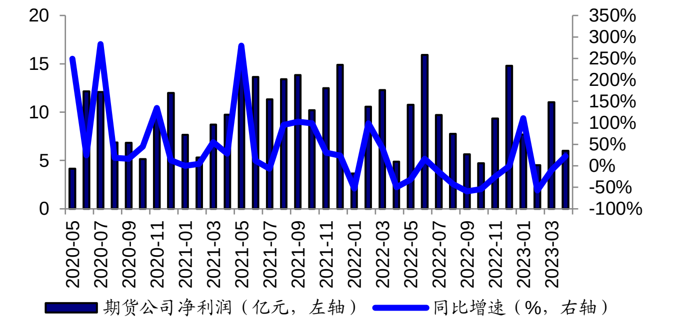
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2023 年 3 月末，共有 97 家期货公司在协会备案设立 100 家风险管理公司，其中 99 家风险管理公司备案了试点业务。3 月期货风险管理公司实现业务收入 246.82 亿元，环比增加 63.32%，净利润 2.29 亿元，环比增加 66.57%。

图 13 期货公司营业收入及增速



资料来源：中国期货业协会，HTI

图 14 期货公司净利润及增速



资料来源：中国期货业协会，HTI

3. 行业排序及重点公司

行业排序为保险>证券>其他多元金融，建议关注中国人寿、中国平安、中国太保、中信证券、东方证券、兴业证券等。

非银金融目前平均估值仍然较低，具有充分安全边际，攻守兼备。1）保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。

风险提示：市场低迷导致业绩和估值双重下滑。

APPENDIX 1

Summary

- Recent performance of non-bank financial: In the last five trading days (May 22 - May 26, 2023), the securities industry, diversified financial industry, and insurance industry all underperformed the CSI 300 index. The securities industry fell 2.65 percent, the diversified financial industry fell 3.09 percent, the insurance industry fell 6.06 percent, the non-bank financial industry as a whole fell 3.74 percent, and the CSI 300 index fell 2.37 percent.

- Chinese Brokers: In May 2023, the trading volume remained high. On June 2, 2023, the average valuation of the securities industry is 1.4x 2023E PB, and it is recommended to recommend the high-quality leader with low valuation and the leading targets of wealth management transformation, such as CITIC Securities (600030 CH), Orient Securities (600958 CH), Industrial Securities (601377 CH).

- China Insurance: liability side continues to improved. On June 2, 2022, Chinese insurers are trading at 0.42-0.84x 2023E PEV, high safety margin.

- Risks: The market downturn leads to decline in performance and valuation.

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，孙婷，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, Ting Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Wangjie OU，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, Wangjie OU, 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 3908.HK, 601688.CH, 601377.CH, 601456.CH and 600816.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 3908.HK, 601688.CH, 601377.CH, 601456.CH and 600816.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 3908.HK, 601688.CH, 601377.CH, 601456.CH and 600816.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.

FUTU.US 及 600816.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

FUTU.US and 600816.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

平安资产管理有限责任公司, 601628.CH, 600030.CH, 601601.CH, 601319.CH, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 民生中信建投南昌 3 号定向资产管理计划, 3908.HK, 601211.CH, 601688.CH, 600999.CH, 000776.CH, 601336.CH, 601881.CH, 600958.CH, 601788.CH, 2328.HK, 601377.CH, 601878.CH, 601555.CH, 600109.CH, 000728.CH, 6060.HK, 600927.CH, 601456.CH, 002797.CH 及 600909.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。

平安资产管理有限责任公司, 601628.CH, 600030.CH, 601601.CH, 601319.CH, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 民生中信建投南昌 3 号定向资产管理计划, 3908.HK, 601211.CH, 601688.CH, 600999.CH, 000776.CH, 601336.CH, 601881.CH, 600958.CH, 601788.CH, 2328.HK, 601377.CH, 601878.CH, 601555.CH, 600109.CH, 000728.CH, 6060.HK, 600927.CH, 601456.CH, 002797.CH and 600909.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.

600030.CH, 601066.CH, 3908.HK, 601211.CH, 600999.CH, 000776.CH, 601881.CH, 600958.CH, 601788.CH, 2328.HK, 601377.CH, 601555.CH, 601108.CH, 600109.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 600927.CH, 国联证券股份有限公司（统一客户 及 600909.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。

600030.CH, 601066.CH, 3908.HK, 601211.CH, 600999.CH, 000776.CH, 601881.CH, 600958.CH, 601788.CH, 2328.HK, 601377.CH, 601555.CH, 601108.CH, 600109.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 600927.CH, 国联证券股份有限公司（统一客户 and 600909.CH are/were 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 12 个月中获得对 FUTU.US 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to FUTU.US.

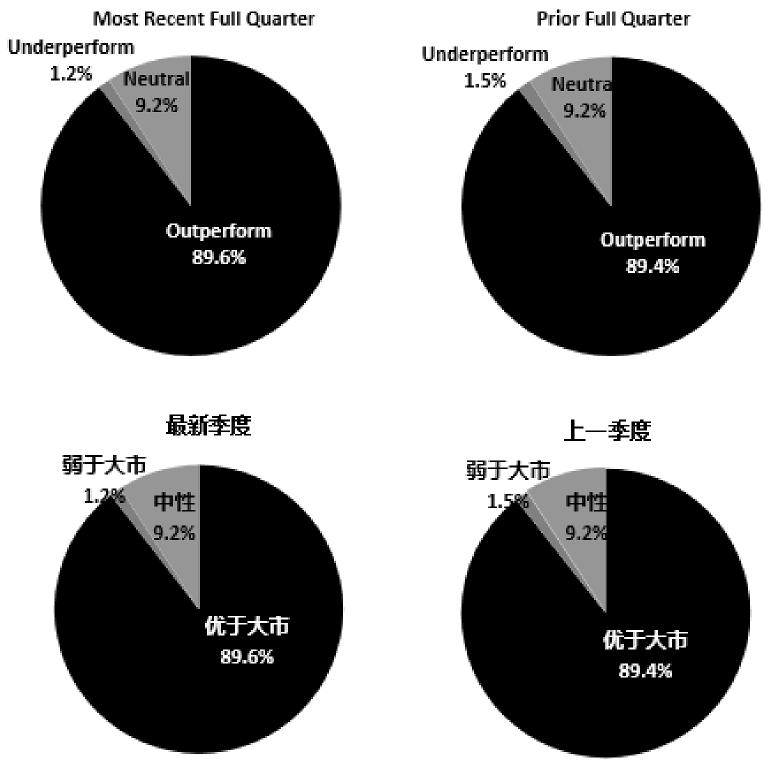
海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 FUTU.US 获得投资银行服务报酬。
Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from FUTU.US.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司, 601628.CH, 600030.CH, 601601.CH, 601319.CH, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 3908.HK, 601211.CH, 601688.CH, 600999.CH, 000776.CH, 601336.CH, 600958.CH, 601788.CH, 2328.HK, 601377.CH, 601878.CH, 600109.CH, 封开县威利邦木业有限公司 及 600927.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 平安资产管理有限责任公司, 601628.CH, 600030.CH, 601601.CH, 601319.CH, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 3908.HK, 601211.CH, 601688.CH, 600999.CH, 000776.CH, 601336.CH, 600958.CH, 601788.CH, 2328.HK, 601377.CH, 601878.CH, 600109.CH, 封开县威利邦木业有限公司 and 600927.CH.

海通国际证券集团有限公司（“海通国际”）有雇员或与关联人士担任 601601.CH 及 600958.CH 的职员。
Haitong International Securities Group Ltd. ("Haitong International") having an individual employed by or associated with Haitong International serving as an officer of 601601.CH and 600958.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：
海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。
分析师股票评级
优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下
中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下
各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.
Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.
Analyst Stock Ratings
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.
Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

*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 Mar 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

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

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

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

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

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

MSCI ESG 评级免责声明条款：尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaim 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声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。 HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（"SEC"）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（"FINRA"）的成员。 HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称"中国"，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成"在中国从事生产、经营活动"。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（"NI 31-103"）的规定得到「国际交易商豁免」（"International Dealer Exemption"）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」（"Accredited Investor"），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（"Permitted Investor"）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（"HTISSPL"）[公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》（第 110 章）（"FAA"）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（"FIEL"））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5％。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称"ASIC"）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项： 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

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”。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of

India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited
SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590
Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center
841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India
CIN U74140MH2011FTC224070
Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327
Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

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