

# 银行业研究方法2023(Research Techniques in Banking Industry 2023)

林加力 Jiali Lin [jjiali.lin@htisec.com](mailto:jjiali.lin@htisec.com)  
Nicole Zhou [nicole.q.zhou@htisec.com](mailto:nicole.q.zhou@htisec.com)

28 Jul 2023

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

1. 自下而上：银行业概况与银行财报解读
2. 自上而下：银行研究的总量方法
3. 杂谈：关于案头工作、规模增速、银行战略
4. 风险提示

# 1.1 银行业概况

截至 2022 年底，我国银行业金融机构包括法人机构**4604**家，从业人员**417**万人（2017 年底），总资产规模**379.4**万亿元，净资产**31.4**万亿元。

## 第一梯队:

- 2家政策性银行、1家开发性金融机构 **可全国经营**
- 6 家国有大型商业银行

## 第二梯队:

- 12 家全国性中小股份制商业银行

## 第三梯队:

- 125 家城市商业银行

**异地经营严格审批**

## 其他机构:

- 1606家农村商业银行、23家农村合作银行
- 1645家村镇银行
- 548家农村信用社
- 19家民营银行、41家外资银行；等等

**本地经营为主**

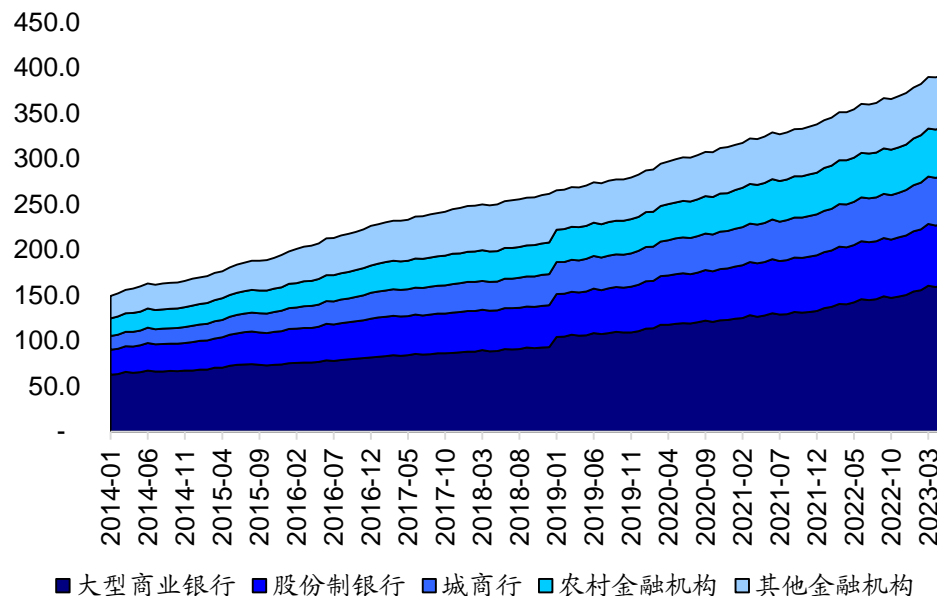
资料来源：国家金融监督管理总局，Wind资讯，HTI

## 表：大中型银行归类

政策性银行	国家开发银行(最新归类为开发性金融机构)、 中国进出口银行、中国农业发展银行。
国有大型商业 业银行	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、 交通银行、邮储银行
全国性中小 股份制商业 银行	中信银行、光大银行、华夏银行、广发银行、 平安银行、招商银行、浦发银行、兴业银行、 恒丰银行、浙商银行、渤海银行

资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

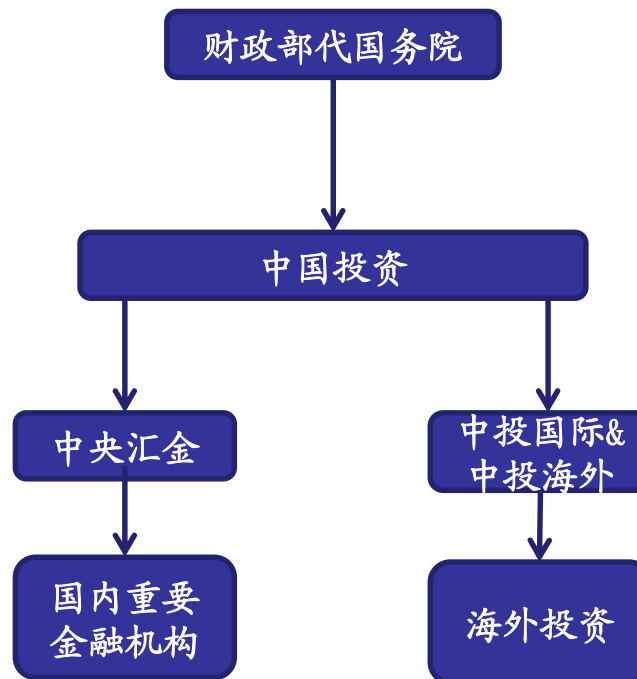
## 图：各类银行总资产（万亿元）



# 1.1.1 国有大行

- 全称“国有大型商业银行”，简称为“国有行”
- 副省部级单位，80年代成立
- 资产规模30-40万亿元上下（交通银行、邮储银行10-20万亿元）
- 分支网点1-2万家（2022年交通银行2800余家、邮储银行近4万家）

图：股权关系结构图



## 1.1.2 中小银行

### 全国性中小股份制商业银行

- 简称为“股份行”或“股份制银行”，特指前面提到的**12家**
- 一般为厅局级单位，**90年代**成立
- 规模**2-10万亿**为主
- 分支网点一般在**1000家**上下，吸储能力远弱于大行。
- 一般由各省市政府/央企控股
- 刚开始主要在中心城市经营，前几年异地扩张快

### 城市商业银行

- 在**90年代**的时候，由城市信用社合并改制而来。
- **A股上市**银行中包括北京银行、上海银行、南京银行、宁波银行、江苏银行、杭州银行、贵阳银行、成都银行、长沙银行、青岛银行、西安银行、苏州银行、郑州银行、厦门银行、重庆银行、齐鲁银行共**16家**银行。

### 农村商业银行

- 由农村信用社合并改制而来。
- **A股上市**银行中包括张家港行、常熟银行、江阴银行、无锡银行、苏农银行、紫金银行、青农商行、渝农商行、瑞丰银行、沪农商行共**10家**银行。

## 人民银行总行/金管局直接管理:

- 3 家政策性银行 (开发性金融机构)
- 6 家大型商业银行
- 12 家股份制商业银行

## 由地方人民银行分行/中心支行/支行、地方金融监督管理局管理:

- 125 家城市商业银行
- 1606 家农村商业银行、23 家农村合作银行
- 1645 家村镇银行
- 548 家农村信用社

## 表: 银行各类管理部门

人民银行 • 市场调控, 宏观审慎管理

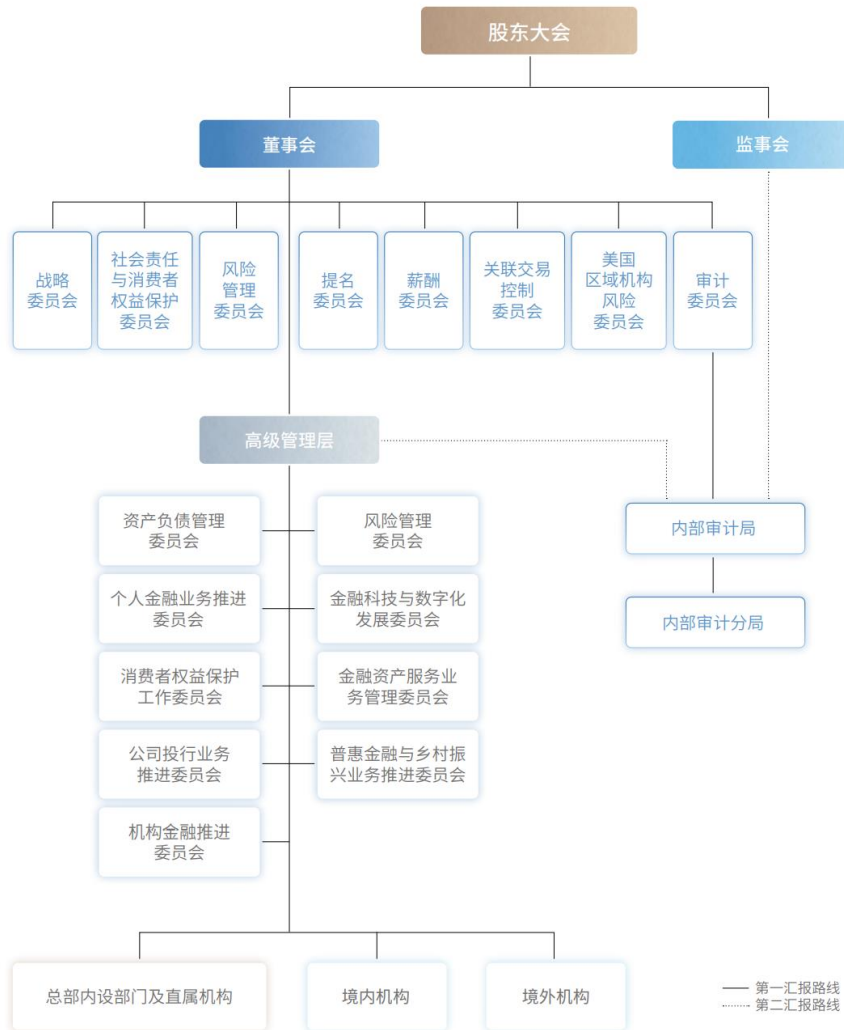
金管局 • 统一负责除证券业之外的金融业监管  
• 除银行业保险业外, 信托、金融租赁、财务公司等企业银行业机构的监管

财政部 • 直接或通过汇金公司持有金融机构股权, 行使股东权利

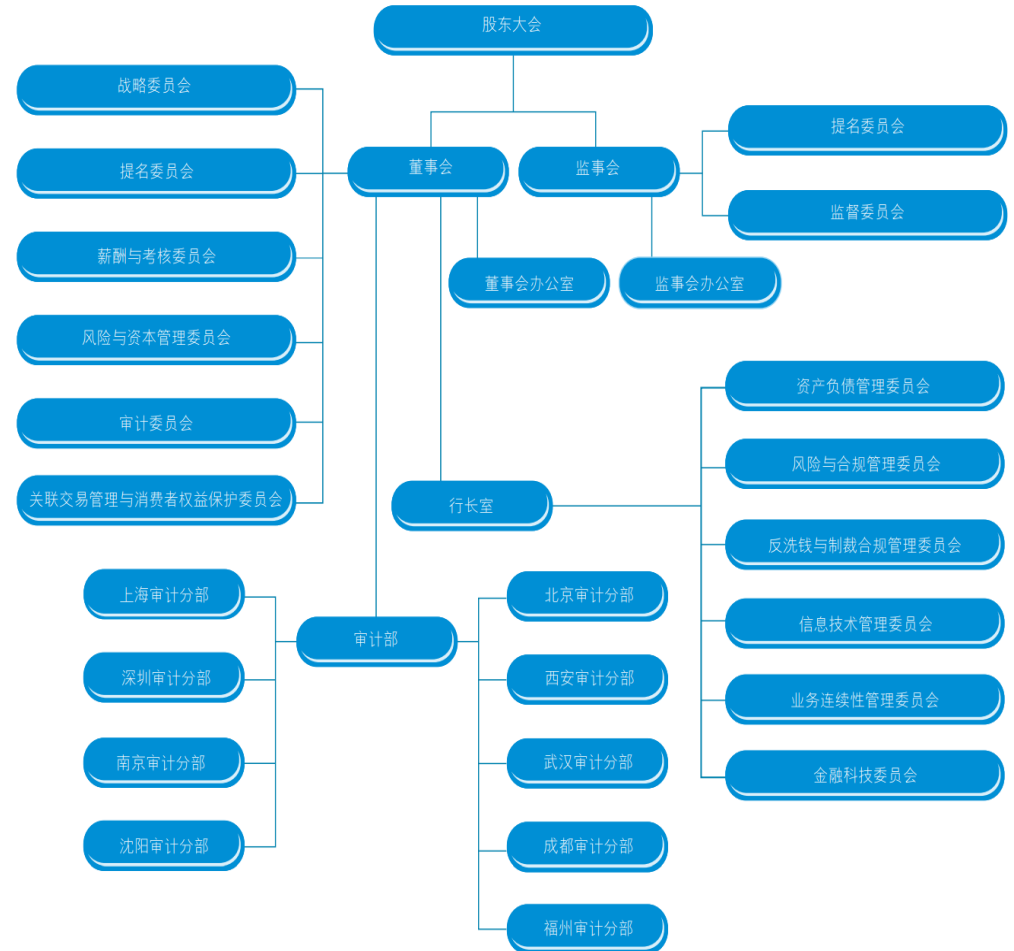
资料来源: HTI

# 1.1.4 银行的组织架构

图：工商银行的公司治理架构

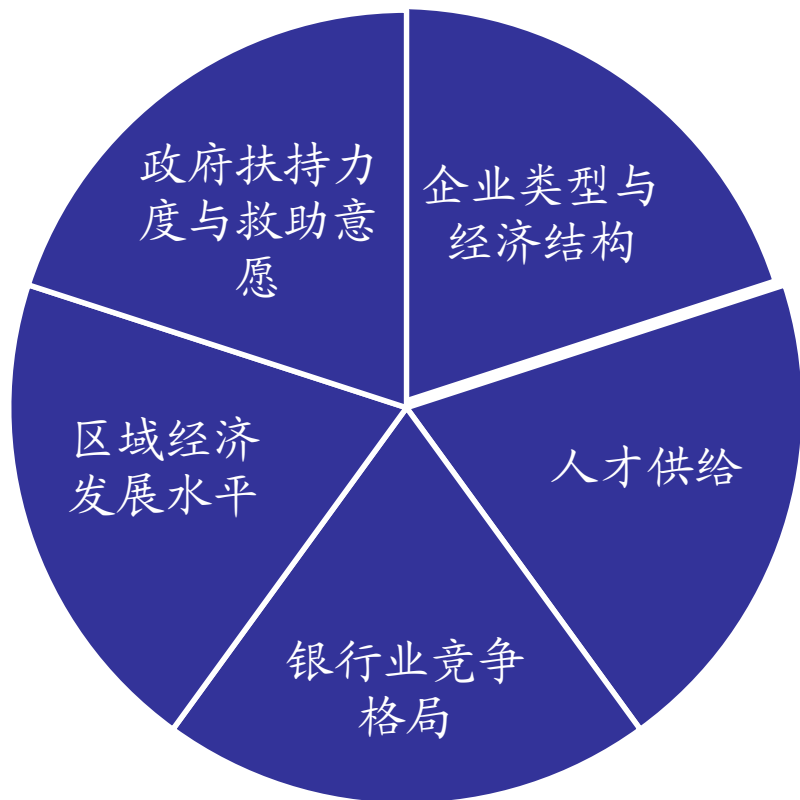


图：招商银行的组织架构



# 1.1.5 银行的企业治理与区位因素

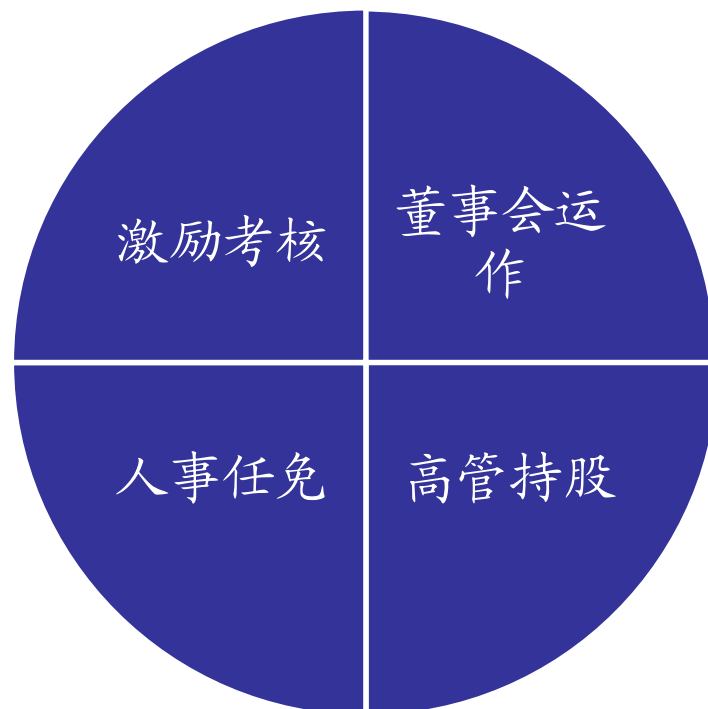
图：考察银行区位优势的几个要素



资料来源：HTI

典型例子：南京银行

图：考察银行企业治理的几个要素



资料来源：HTI

典型例子：宁波银行



### 银行财报分析的特殊性

- **金融属性：**银行经营仅涉及资金进出，不涉及商品的生产和交换，因而存货、资金周转率等概念对银行并不适用。其报表科目与实体企业存在较大差别，以金融资产、金融负债为主。
- **宏观属性：**在以间接融资为主的金融体系下，银行是整个经济体的债权人，其经营状况主要受宏观经济、监管政策的驱动。因而，需要将银行相关科目的变化与宏观环境建立起联系。
- **杠杆较高：**银行是高杠杆率的行业，以总资产和净资产的比值来看商业银行平均杠杆率有**12.09倍**（2022年末）。但银行的破产风险与资产负债率关系不大，主要取决于贷款客户的偿债能力，以及银行短期流动性管理水平。
- **现金流量表通常不需要分析：**由于银行的所有业务行为都是资金的收付，资产负债表、利润表已经较为完整地体现了现金的流入流出。
- **负债与资产同等重要：**银行不仅需要经营资产，更需要经营负债。负债业务贡献了商业银行利润的半壁江山。直观上理解，银行负债成本低于无风险利率，即使用于买国债也会有盈利。

# 1.3 资产负债表：资产方

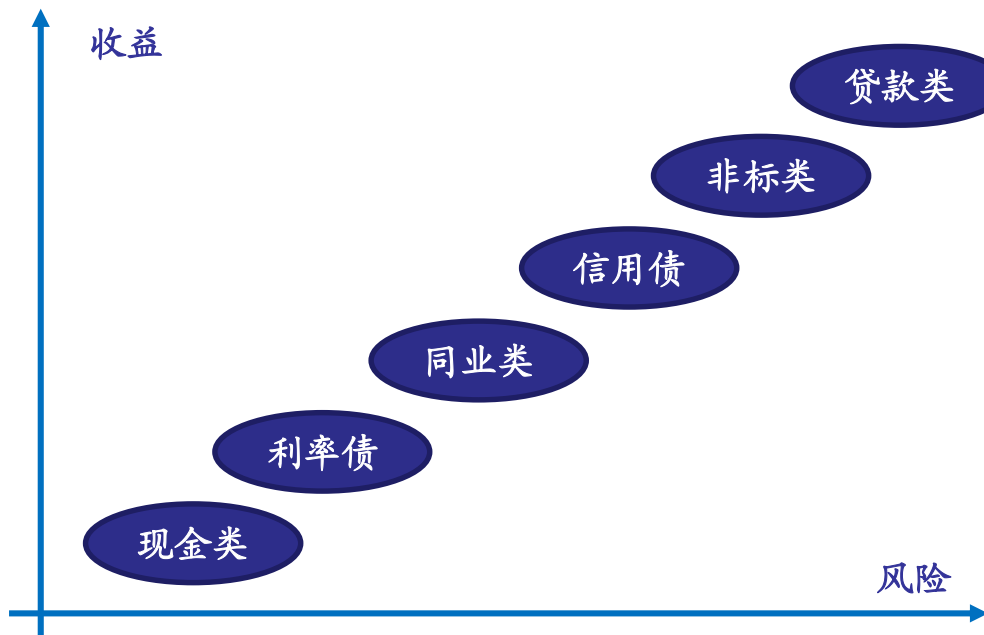
表：上市银行2017、2022年报资产分类  
(万亿元)

科目名称		2017年末		2022年末	
现金类	现金及存放中央银行款项	19.1	12.2%	18.3	7.6%
	贵金属	0.8		0.8	
	拆出资金	3.8		6.0	
同业类	存放同业和其它金融机构款项	2.8	5.9%	3.2	5.5%
	买入返售金融资产	3.0		4.6	
	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	3.3		11.1	
债券类	可供出售金融资产	12.8	21.7%	45.3	28.8%
	持有至到期投资	19.2			
	非标或其他资管计划	12.0	7.4%	16.2	
信贷类	发放贷款及垫款	81.1	49.8%	140.8	55.9%
	其他资产	4.9	3.0%	5.74	2.3%
资产总计		162.7	100%	252.0	100%

## 资产结构：

- 信贷是基石
- 同业做短期流动性调剂
- 债券做长期流动性储备
- 非标是信贷的补充

图：银行各类资产的风险/收益分布

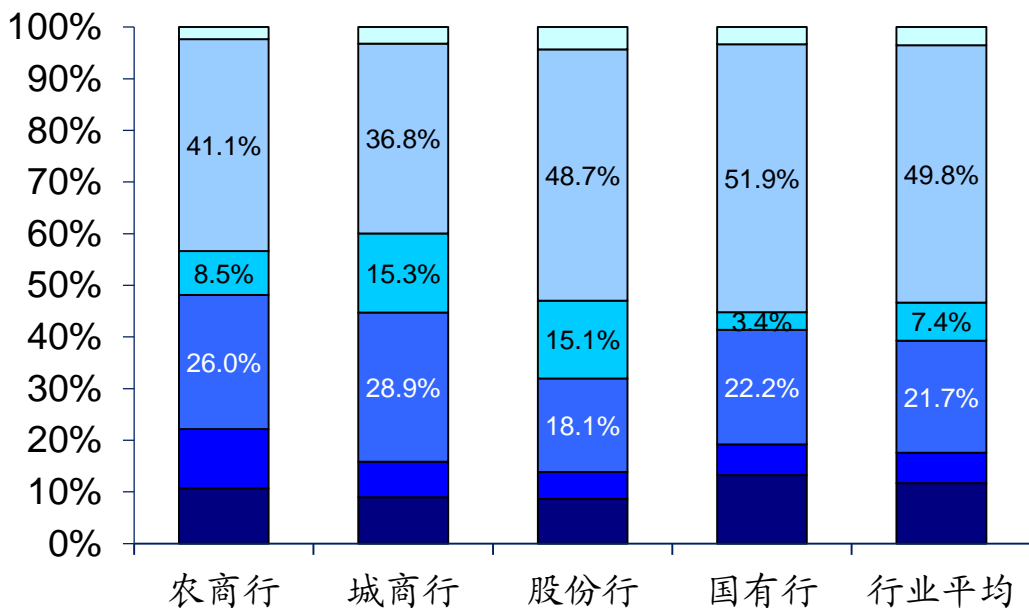


资料来源：HTI

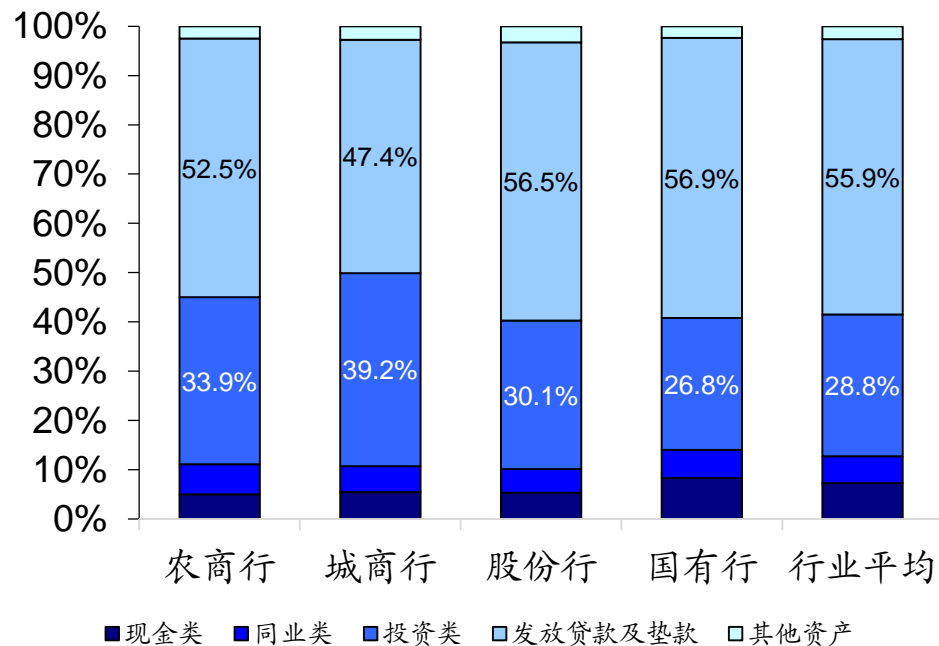
# 1.3 资产负债表：资产方

- 农商行：债券类科目占比高，反映了近年来以低风险资产冲规模的战略
- 城商行：贷款占比在各类银行中最低，同业类、债券类、应收款项类投资均大幅高于行业平均。
- 股份行：应收款项类投资大幅高于行业平均，相比城商/农商，全国经营更易获得非标/信贷项目。
- 国有六大行：非标占比低，结构较为均衡

图：各类上市银行的资产结构（2017年报）



图：各类上市银行的资产结构（2022年报）



■ 现金类 ■ 同业类 ■ 债券类 ■ 应收款项类投资 ■ 发放贷款及垫款 ■ 其他资产

■ 现金类 ■ 同业类 ■ 债券类 ■ 应收款项类投资 ■ 发放贷款及垫款 ■ 其他资产

资料来源：上市银行2017年年报，HTI

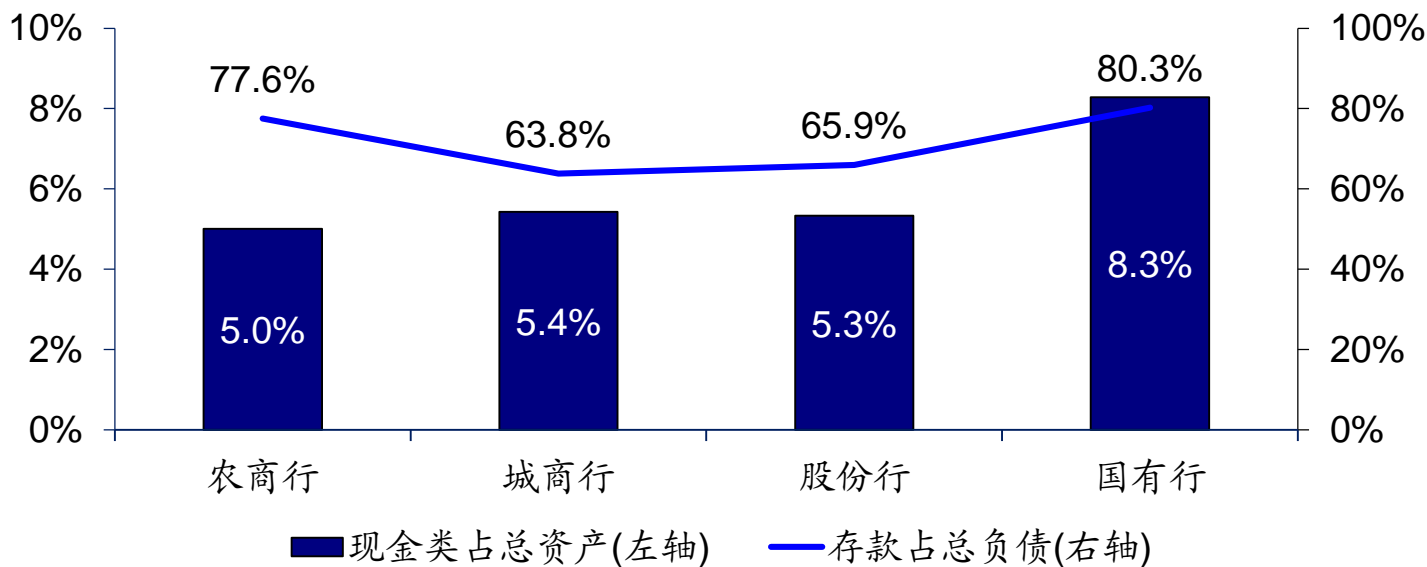
资料来源：上市银行2022年年报，HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 1.3.1 资产负债表：现金类

- 主要由存款多寡、准备金率决定
- 农商行、大行存款基础较好，因而占比也高
- 存准率：“三档两优”，三档：大型银行（国有大型银行）：**9.5%**；中型银行（股份制等）：**7.5%**；小型银行（**4000**多家农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行）：**5.75%**。两优：符合条件的大、中型银行可享受普惠金融定向降准政策优惠，符合条件的小型银行可享受新增存款一定比例用于当地贷款考核政策的优惠。
- 利率：法定准备金：**1.62%**；超额准备金：**0.35%**。

图：六大行与农商行的现金类资产占比较高（2022年报）



## 1.3.2 资产负债表：同业类

- 拆出资金、存放同业：即金融同业之间的直接资金存拆放，期限从隔夜到1年都有。
- 买入返售交易即所谓“回购交易”：A方先将资产以价格X卖给B，到期后以事先约定好的价格 $X(1+i)$ 从B处将资产购回，实质上是以回购标的物为质押的借款，这里借款本金就是X，利息率就是i。

表：三个同业类资产科目的区别

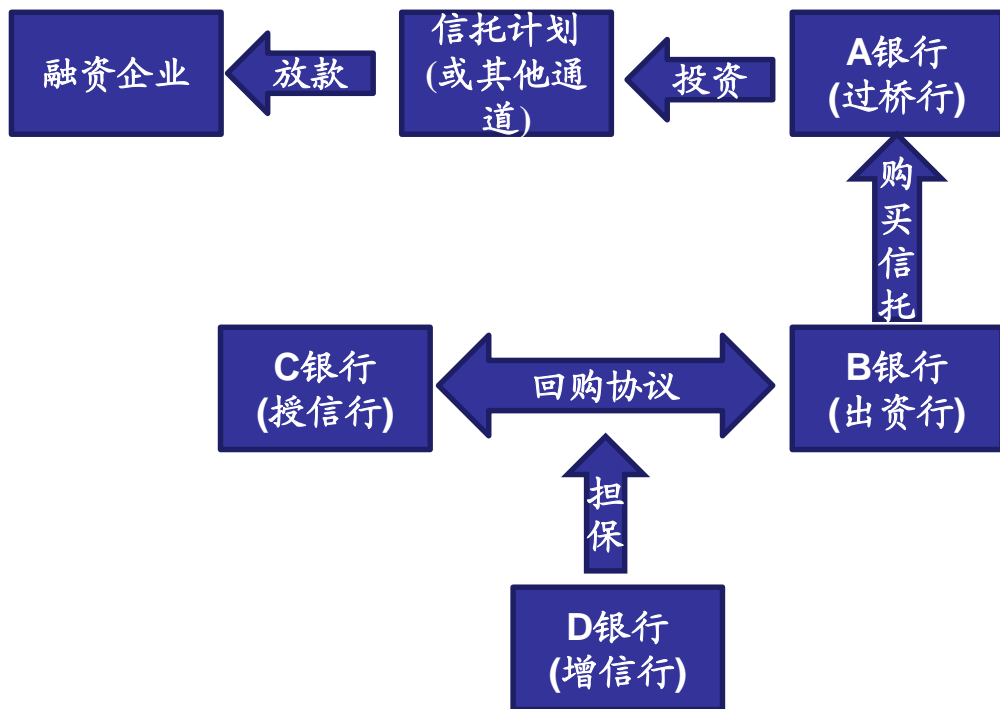
	纯信用放款	有回购标的物（债券、非标、票据）
期限较短，往往是同业拆借中心线上交易，订立合同契约	拆出资金	买入返售金融资产
期限相对更长，线下交易，出具存款证实书	存放同业	

资料来源：HTI

# 1.3.2 资产负债表：同业类

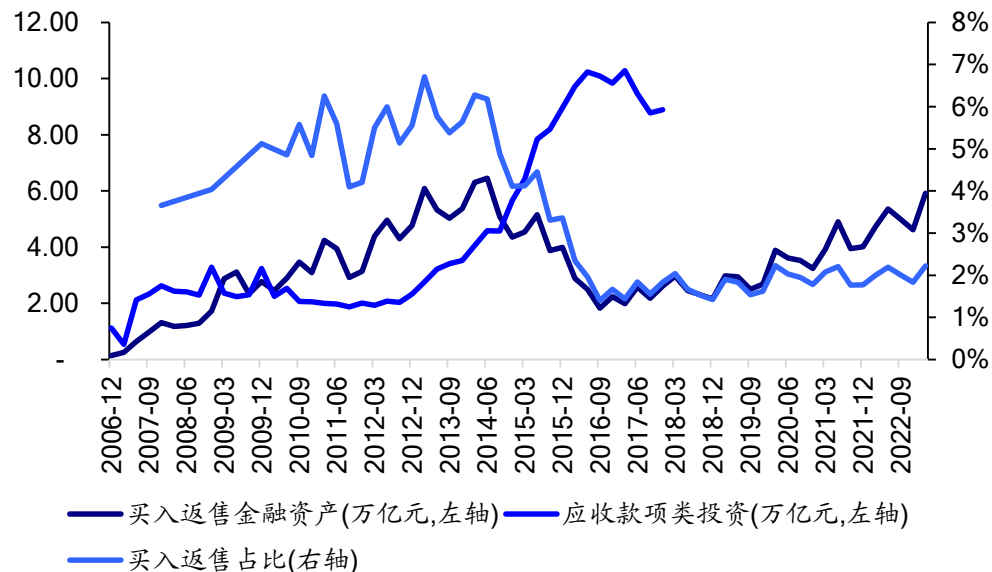
- 在2013年之前，常见的买入返售标的物有债券、票据、非标。
- 但《关于规范金融机构同业业务的通知》(银发[2014]127号)禁止了银行三方买入返售交易结构，因而非标买返已到期逐步消化。
- 《关于票据业务风险提示的通知》(银监办发[2015]203号)则对票据业务提出了规范化要求，使得票据买返交易减少。

图：2013年前常见的非标多方买返交易结构



资料来源：HTI

图：2014年以来买返交易减少(万亿元)



资料来源：Wind资讯，HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 1.3.3 资产负债表：债券类

- 债券投资主要记在“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”中的“交易性金融资产”、“可供出售金融资产”、“持有至到期投资”等科目
- 当然这三个科目中不仅仅是债券，还有一些其他类型的金融工具，例如货币基金、债券基金、权益投资等，但占比最高的还是债券。
- “应收款项类投资”中也有少量流动性较差，没有公开市场报价的债券。

表：债券资产相关会计科目的区别

	会计记账方法	公允价值变动的会计处理	备注
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	公允价值	计入利润表	主要是交易盘的债券投资，并有少量货币基金等资产
可供出售金融资产	公允价值	不计入利润表，计入资产负债表科目“其他综合收益”	以债券投资为主，货币基金等亦有一定比例
持有至到期投资	摊余成本法	不计入利润表，也不计入资产负债表	以长期债券投资为主
应收款项类投资	摊余成本法	不计入利润表，也不计入资产负债表	包含少量没有流动性的债券，以信托贷款、票据资管计划等非标债权为主，同业理财、券商资管计划也会会计入该科目

资料来源：农业银行、浦发银行2018年年报，HTI

# 1.3.3 资产负债表：债券类

新会计准则IFRS9下，前面所述的4科目会计分类发生了变化

- 不再按照资产流动性区分“持有至到期投资” / “应收款项类投资”，从而4分类变成了3分类。
- 对于不具有标准借款合同现金流特征的金融资产，都要记到“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”。

表：IFRS9下的金融资产会计科目

IFRS9	财会〔2018〕36号	会计记账方法	公允价值变动的会计处理	备注
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	交易性金融资产	公允价值	计入利润表	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 主要是交易盘的债券投资</li> <li>• 不具有标准借款合同现金流特征的资产（如货币基金、同业理财）都归到这里</li> </ul>
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	其他债权投资 其他权益工具投资	公允价值	不计入利润表，计入资产负债表科目“其他综合收益”	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 会计处理方法等同于以前的“可供出售金融资产”</li> <li>• 但要求资产具有标准借款合同的现金流特征。因而货币基金资产被排除</li> </ul>
以摊余成本法计量的金融资产	债权投资	摊余成本法	不计入利润表，也不计入资产负债表	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 会计处理方法等同于以前的“持有至到期投资” / “应收款项类投资”</li> <li>• 但要求资产具有标准借款合同的现金流特征。因而同业理财被排除</li> </ul>

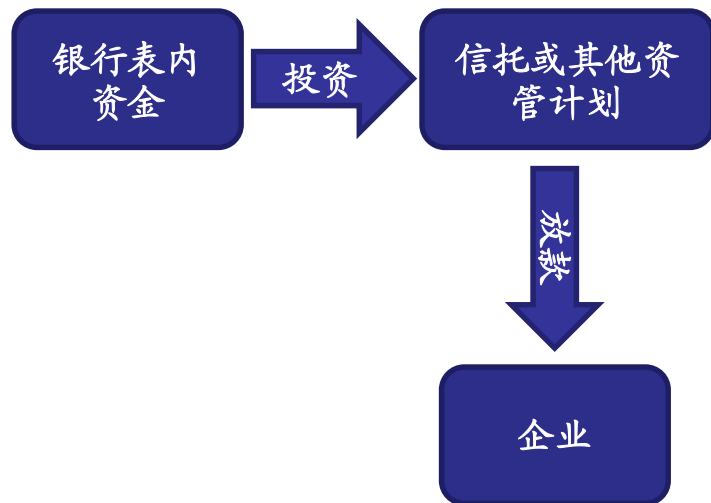
资料来源：财政部，中国政府网，HTI



## 1.3.4 资产负债表：非标及其他资管计划

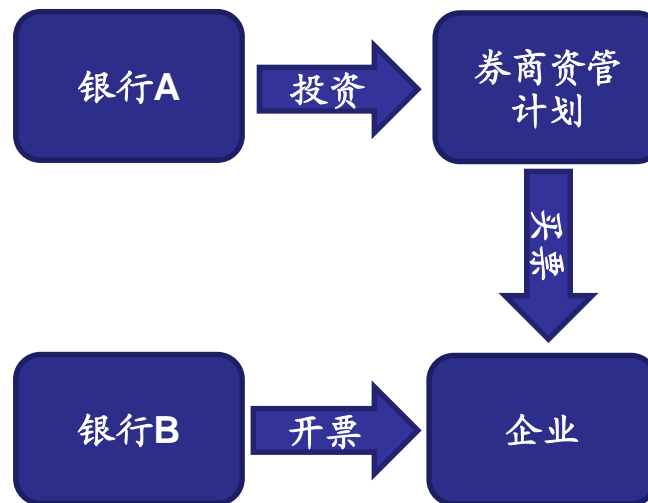
- 非标债权：包括信托贷款、委托贷款、票据资管计划等。
- 银行自营直投类信贷非标的好处：不适用贷款的监管要求，不占用贷款额度，IFRS9之前不用必须提拨备。
- 银行投资票据资管计划的好处：不占用贷款额度。

图：银行自营直投类信贷非标的最简单结构



资料来源：HTI

图：银行投资票据资管计划的交易结构

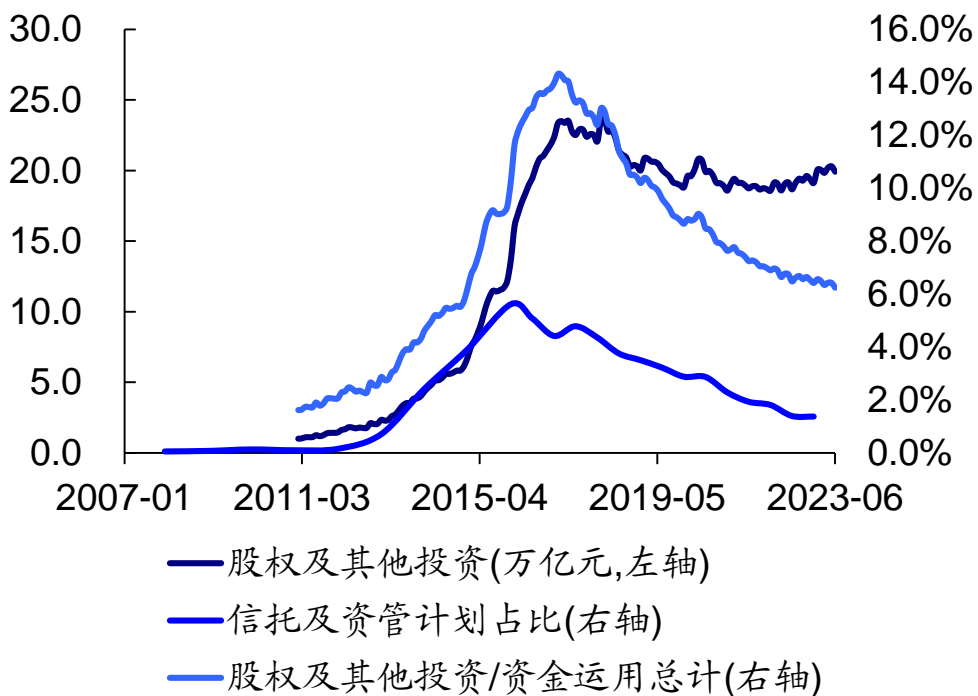


资料来源：HTI

# 1.3.4 资产负债表：非标及其他资管计划

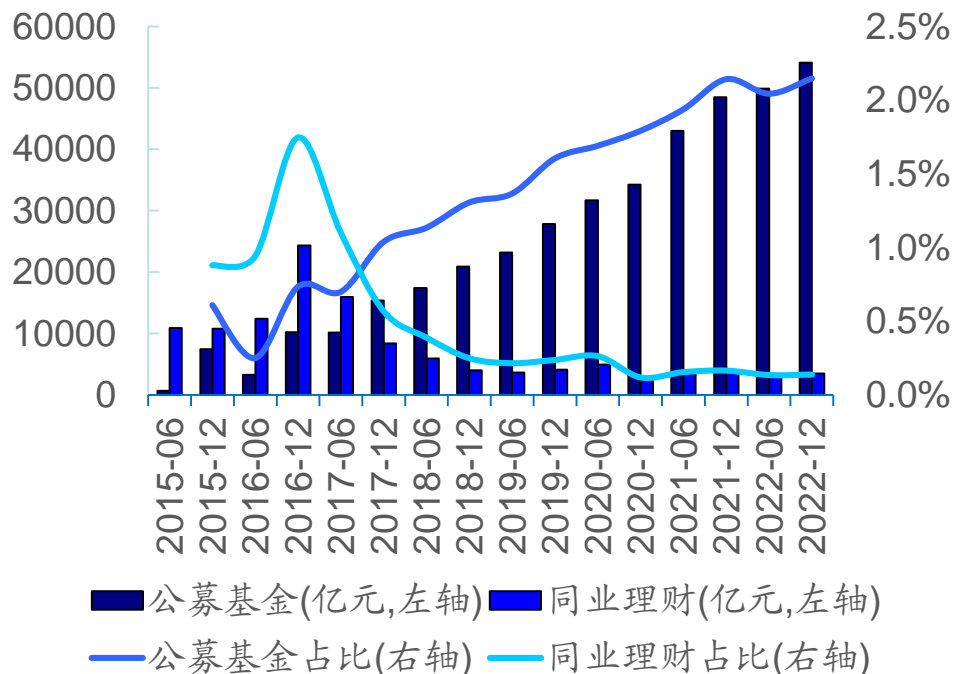
- 银行持有的资管计划除了非标债权，还有同业理财、公募基金等资产。
- 自2017年同业理财投资规模大幅下降，但公募基金投资快速上升，给个别银行带来了较多免税收益。

图：强监管下银行业股权及其他投资增长停滞



资料来源：Wind资讯，上市公司2007-2022年半年报及年报，HTI

图：上市银行同业理财投资回落，公募基金投资上升

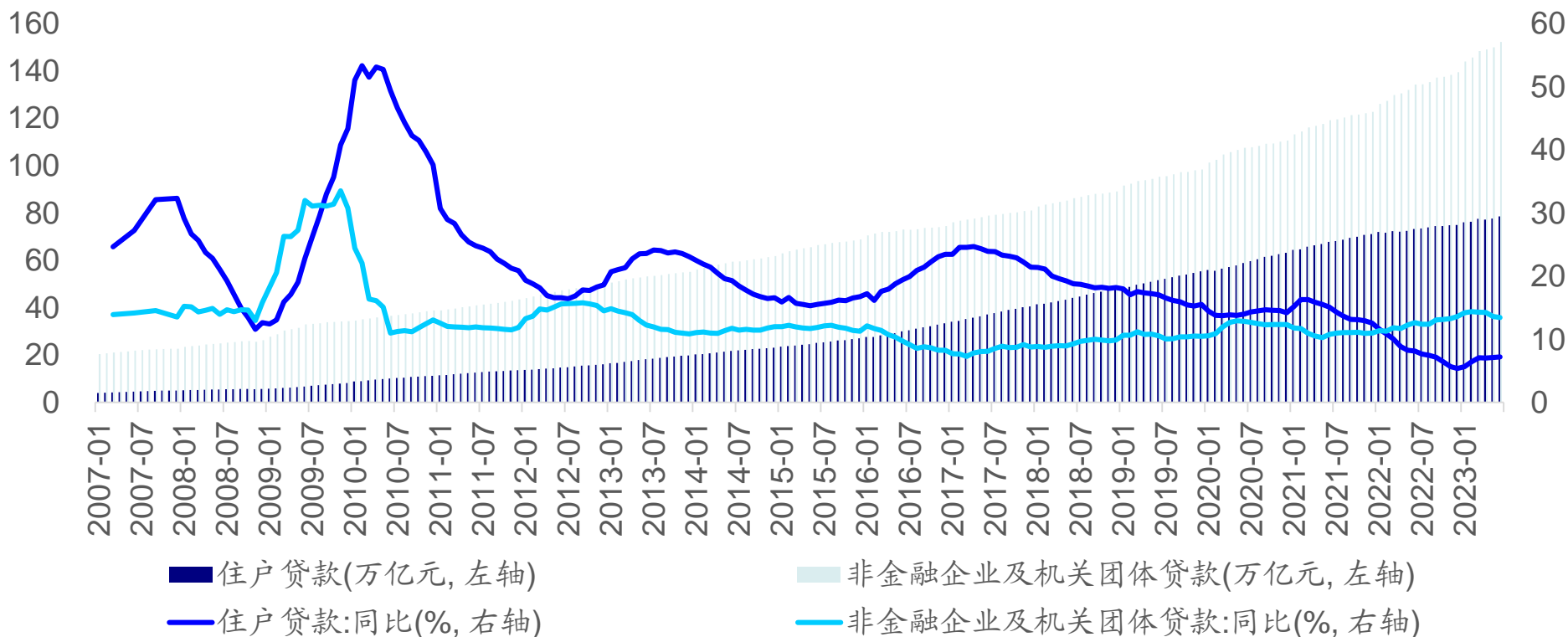


资料来源：上市公司2015-2022年半年报及年报，HTI

# 1.3.5 资产负债表：信贷资产

- 按照发放对象分为：公司贷款、零售贷款、票据贴现。
- 目前企业部门贷款余额超过居民部门。从经济短周期看，企业贷款增速与居民贷款增速存在反向变化关系。

图：企业部门贷款余额超过居民部门，同比增速与居民部门存在反向变化关系

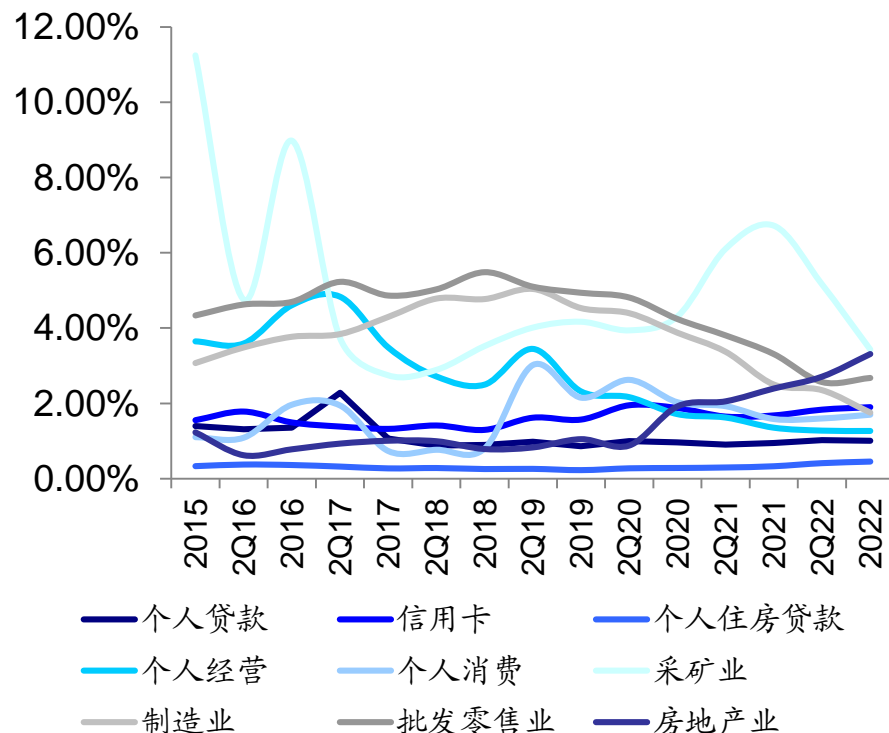
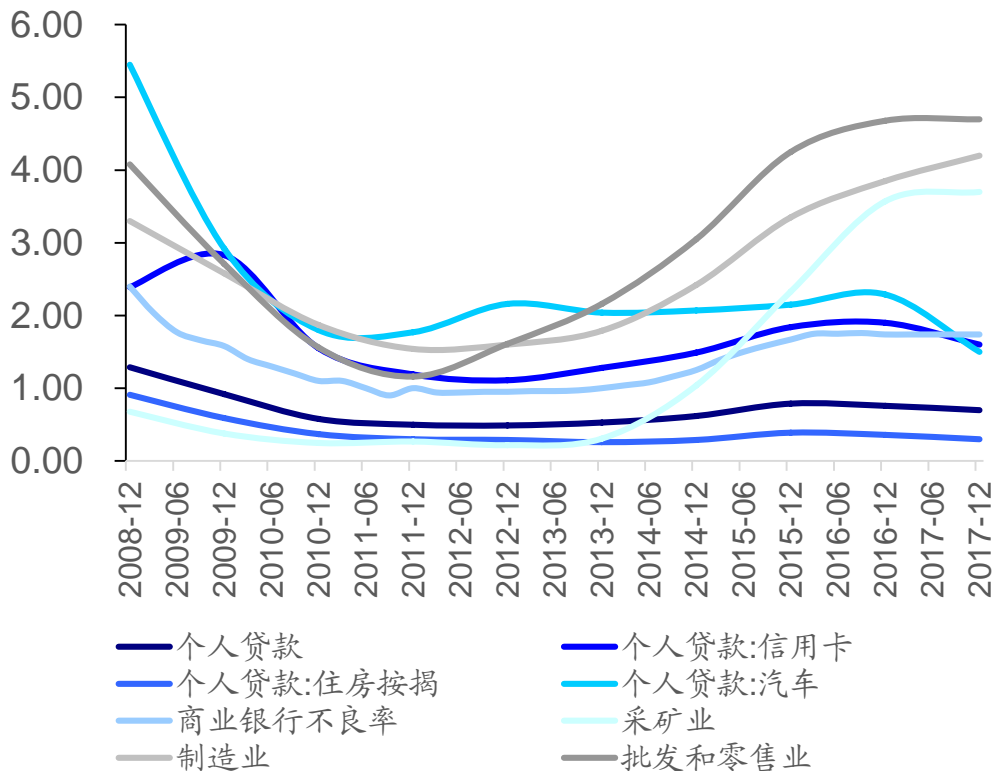


# 1.3.5 资产负债表：信贷资产

- 公司贷款中，制造业、批发零售业、采矿业不良率较高，前两者在2019年后不良率呈下降趋势。
- 个人贷款中，信用卡贷款不良率高于均值，住房按揭不良率最低。

图：商业银行各类贷款不良率的对比（%）

图：2015年后上市银行各类贷款不良率的对比（%）



资料来源：Wind资讯，HTI

注：括号内为样本银行数

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 1.3.6 资产负债表：资产质量

- 信用风险常用观察指标：逾期贷款率、关注贷款率、不良贷款率。
- 不良贷款的认定标准有很强的主观性。可以参考逾期90天以上贷款来判断银行不良贷款认定的严谨性。
- 贷款展期后即不计入逾期，因而需注意财报中重组贷款（即展期贷款）的量。

表：贷款五级分类指标详解

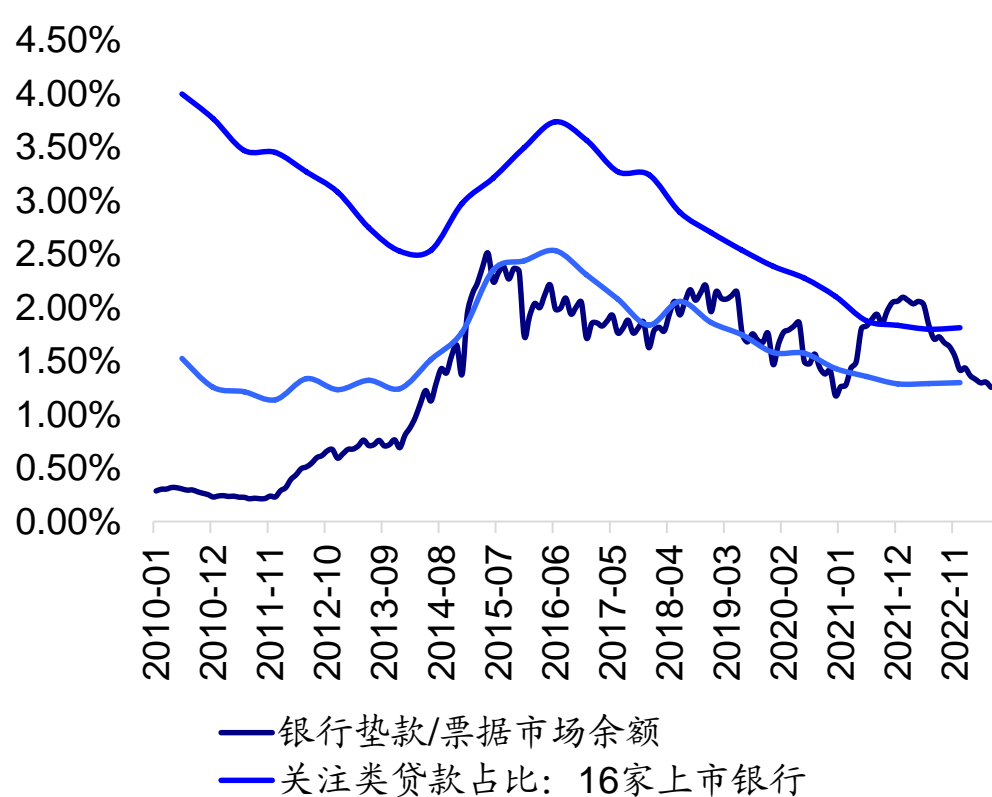
类别	定义	逾期标准	拨备计提比例	
正常	债务人能够履行合同，没有客观证据表明本金、利息或收益不能按时足额偿付。	贷款未逾期	1%	
关注	虽然存在一些可能对履行合同产生不利影响的因素，但债务人目前有能力偿付本金、利息或收益。	贷款逾期不超过90天	2%	
不良	次级	债务人无法足额偿付本金、利息或收益，或金融资产已经发生信用减值	贷款逾期超过90天，但不足270天	20~30%
	可疑	债务人已经无法足额偿付本金、利息或收益，金融资产已发生显著信用减值。	贷款逾期270天以上	40~60%
	损失	在采取所有可能的措施后，只能收回极少部分金融资产，或损失全部金融资产。	贷款逾期360天以上无法收回	100%

# 1.3.6 资产负债表：资产质量

## 常用的两个指标

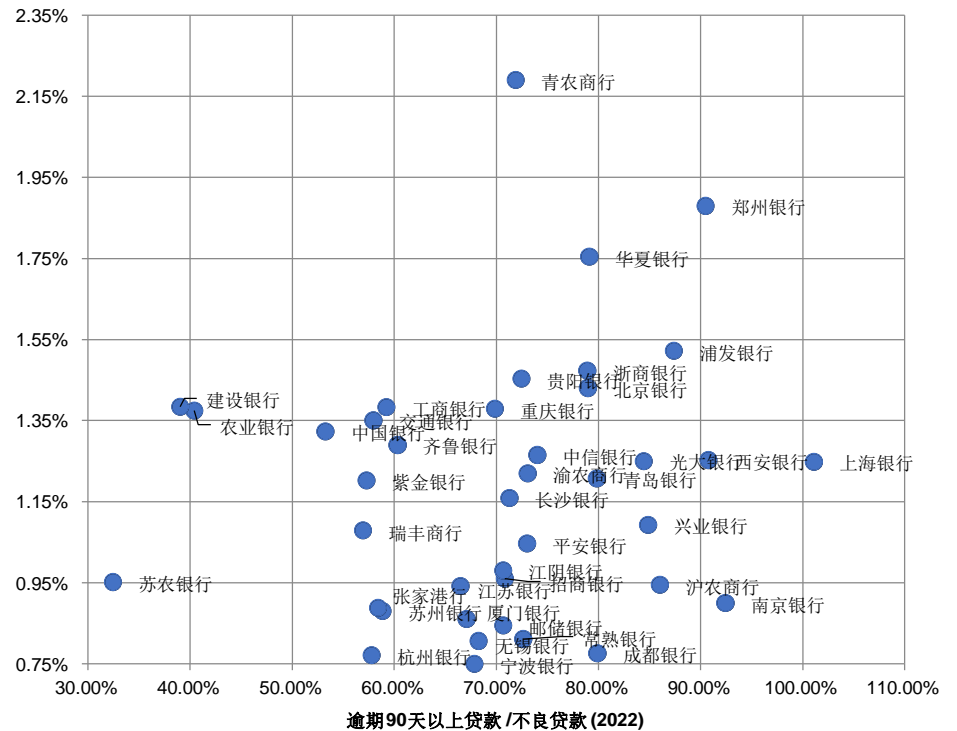
- 不良贷款偏离度 (逾期90天以上贷款/不良贷款)
- 各项垫款

图：垫款领先于关注类贷款



资料来源：Wind资讯，上市银行2010-2022年年报及半年报，HTI

图：上市银行的不良率vs不良偏离度



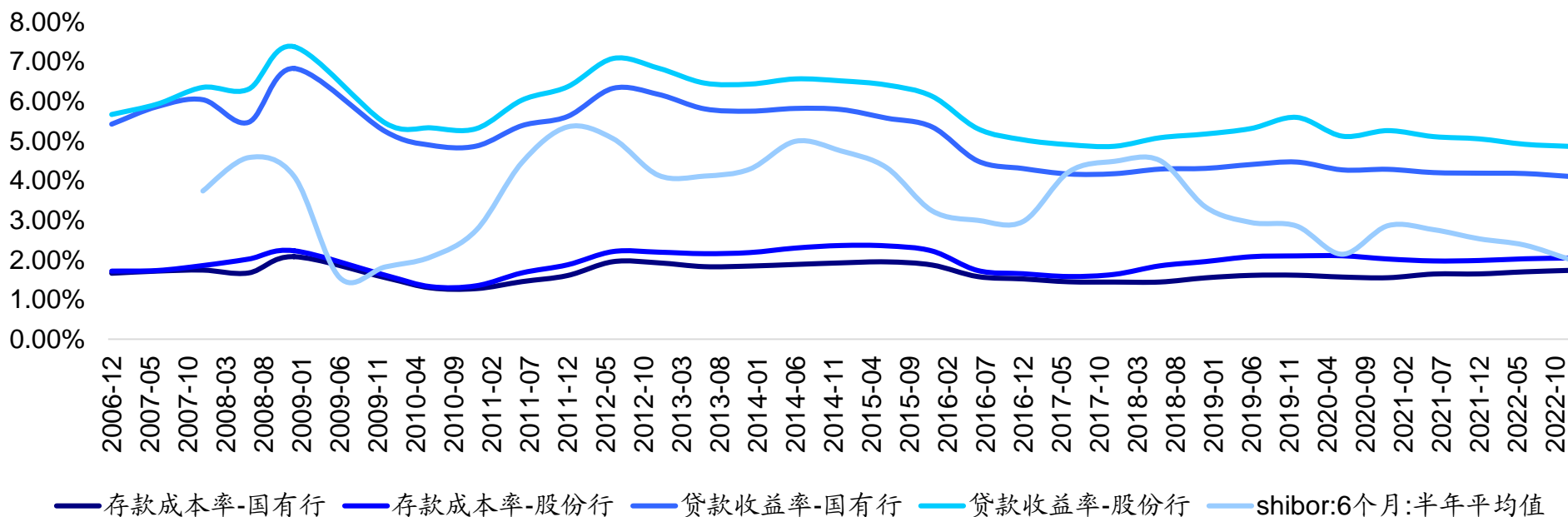
资料来源：上市银行2022年年报，HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 1.4 资产负债表：负债与权益方

- 商业银行不仅经营资产，也经营负债。负债业务贡献了利润的半壁江山。
- 商业银行负债中占比最高的是成本低廉的一般性存款。这部分存款的成本低于银行内部资金转移定价的部分，就是负债业务创造的利润。通俗地理解就是，存款成本很低，银行即使资产配置国债或拆借给同业，也有利润。
- 银行负债业务的重要性周期性波动。

图：资金面较为紧张时，银行替代性负债成本高，负债业务重要性提升



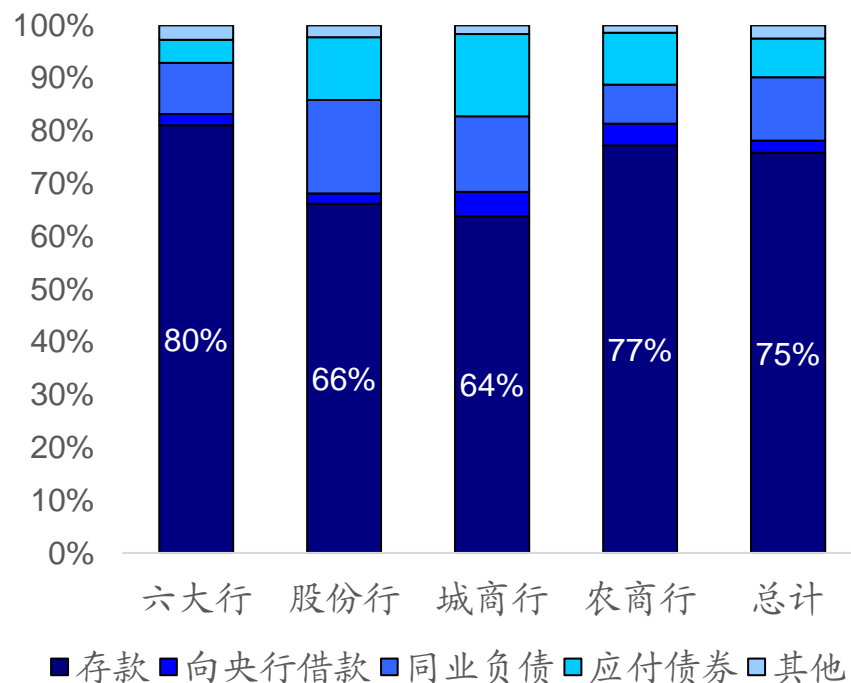
# 1.4 资产负债表：负债与权益方

- 上市银行总负债中，存款占比75%，同业存单之外的同业负债占比12%，包含同业存单在内的应付债券占比8%。

表：上市银行负债以存款为主，同业、债券为补充（万亿元，2022年报）

科目	科目余额	大类余额	占总负债
吸收存款	174.2	174.2	75%
向中央银行借款	5.3	5.3	2%
拆入资金	4.1		
同业负债		27.6	12%
同业和其它金融机构存放款项	20.2		
卖出回购金融资产款	3.4		
应付债券	18.3	18.3	8%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.8		
衍生金融负债	0.7		
其他负债		5.9	3%
应付职工薪酬	0.5		
应交税费	0.5		
递延所得税负债	0.0		
预计负债	0.2		
其他负债	3.1		
负债合计	231.4	231.4	

图：上市银行中，六大行、农商行的存款占总负债比例较高（2022年报）



资料来源：Wind资讯，上市银行2022年年报，HTI

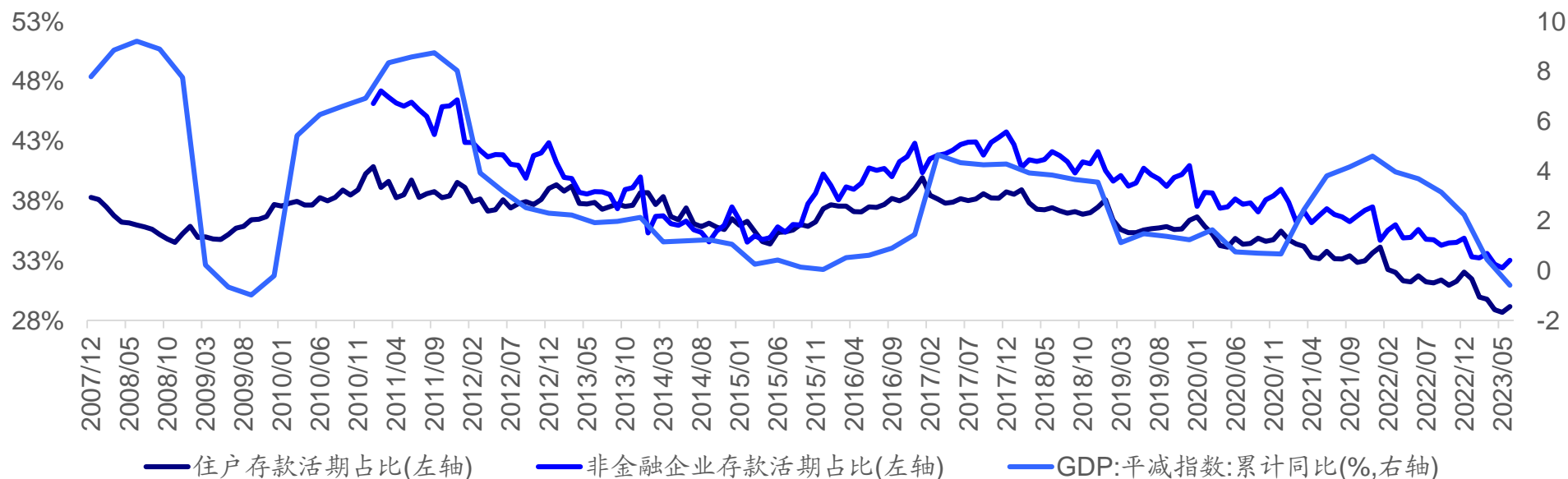
资料来源：Wind资讯，HTI



# 1.4.1 资产负债表：活期与定期存款

- 活期存款占比随通胀的变化而周期性波动。
- 吸收个人存款的几种策略：广泛的网点布局、优质的客户服务、良好的品牌形象、多产品交叉销售。
- 吸收企业存款的几种策略：以业务优惠吸引存款（如更低的贷款利率）、关键决策人营销、综合化的业务解决方案（如现金管理、贸易融资等）

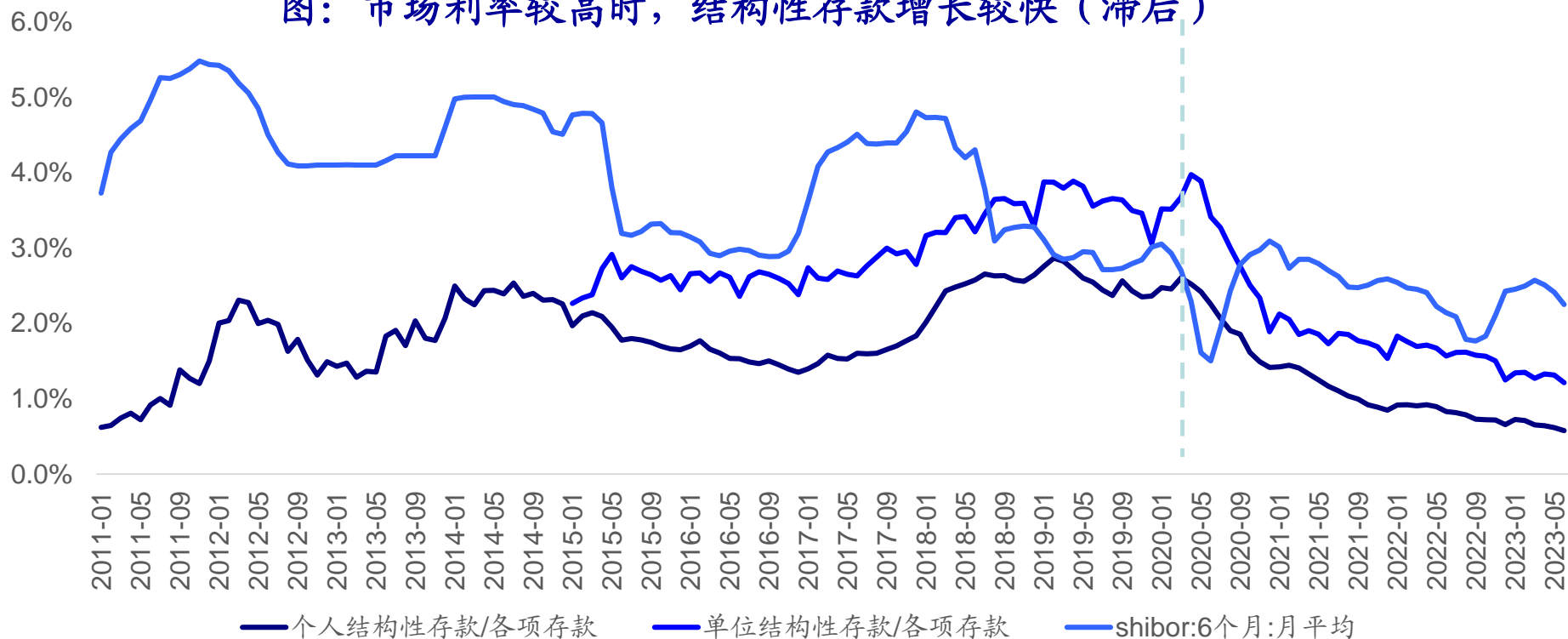
图：通胀高时，银行活期存款占比也高



## 1.4.2 资产负债表：结构性存款

- 结构性存款的概念在国外主要是一些收益挂钩型的存款产品，储户获得的利息高低由大宗商品、外汇、利率、股票等市场的涨跌决定。国内保本理财也纳入结构性存款统计，其“内嵌期权”的特性不明显。
- **2020年**结构性存款的监管进一步落实后，结构性存款占比已经逐渐降低接近历史低位。

图：市场利率较高时，结构性存款增长较快（滞后）



# 1.4.3 资产负债表：向央行借款

- 中国人民银行的货币政策工具箱里面的逆回购、MLF、SLF、PSL等货币投放工具，均会带来银行报表上的“向央行借款”。

表：商业银行向央行借款的几种工具

	SLO短期流动性调节工具	逆回购	SLF 常备借贷便利	MLF 中期借贷便利	TMLF 定向中期借贷便利	PSL 抵押补充贷款	TLF 临时流动性便利
操作方式	可理解为7天以内的短期逆回购，采用市场化利率招标方式	央行与一级交易商直接进行逆回购交易。	银行以债券和信贷资产做为押品获得央行再贷款。由银行主动申请。	银行以债券和信贷资产做为押品获得央行再贷款。由央行发起。	银行以债券和信贷资产做为押品获得央行再贷款。由符合要求的银行主动申请。	银行以债券和信贷资产做为押品获得央行再贷款。主要投向政策性银行。	2017年春节期间临时向大型商业银行提供的流动性支持。
期限	7天以内	7天、14天、28天、63天	隔夜、7天、28天	3个月、6个月、1年	1-3年	3-5年	28天
创设时间	2013年1月	1998年5月	2013年1月	2014年9月	2018年12月	2014年4月	2017年1月
操作对象	一级交易商	一级交易商	政策性银行，全国性银行	符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行	大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行	国开行、进出口银行、农发行	大型商业银行

## 1.4.4 资产负债表：同业负债

- 拆入资金、同业存放、卖出回购等三个同业负债科目，与同业资产三科目的区分方法类似。

表：区别同业负债三科目的简单原则

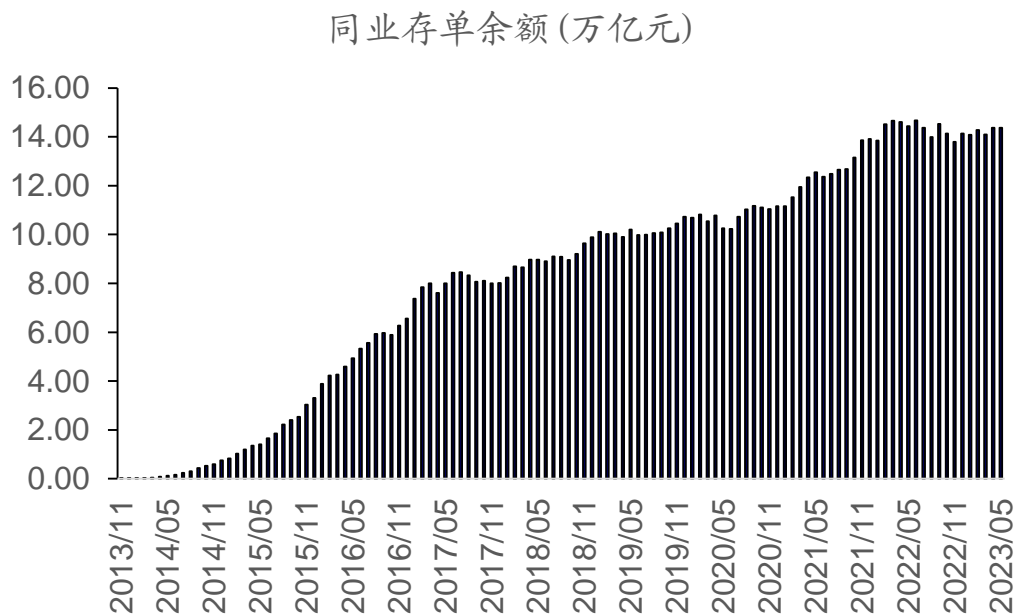
	纯信用放款	有回购标的物
期限较短，往往是同业拆借中心线上交易，订立合同契约	融出方：拆出资金 融入方：拆入资金	融出方：买入返售金融资产 融入方：卖出回购金融资产
期限相对更长，线下交易，出具存款证实书	融出方：存放同业 融入方：同业存放	

资料来源：HTI

## 1.4.4 资产负债表：同业负债

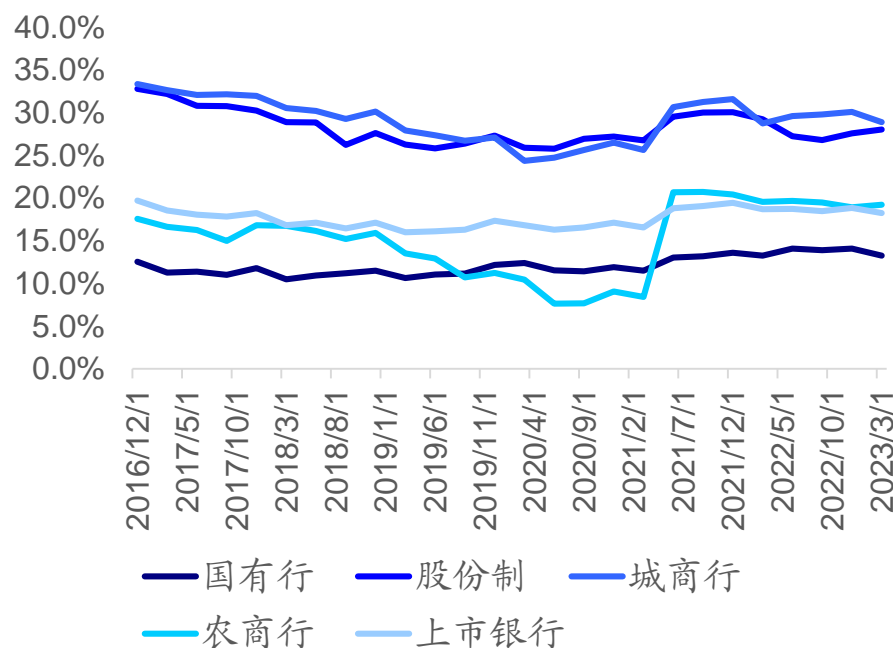
- 自2014年以来，银行广义同业负债中，同业存单的量越来越大。但同业存单在会计上计入“应付债券”科目，带来了该科目的快速增长。
- 2018年一季度、2019年一季度央行MPA评估时分批把同业存单纳入同业负债占比指标考核；2018年5月原银保监会《商业银行流动性风险管理办法》中也开始将同业存单纳入同业负债占比考核。

图：同业存单余额从2014年来快速增长，2017年下半年以后涨幅趋缓



资料来源：Wind资讯，HTI

图：上市银行同业负债+同业存单占比



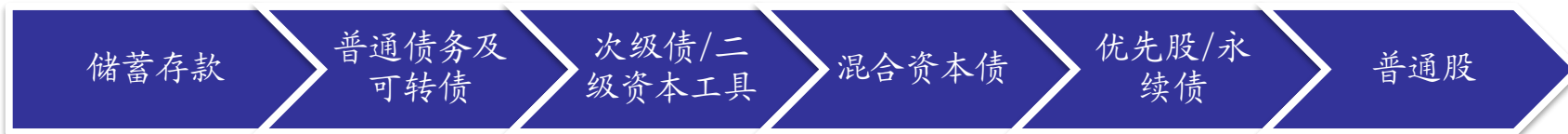
资料来源：Wind资讯，HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 1.4.5 资产负债表：金融债与权益资本

- 银行在普通债务和普通股之间，使用了大量的夹层资本工具。
- 这些资本工具依据不同的损失吸收特性，划分到不同层级的资本中。

图：银行各类资本工具的偿还顺位



资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》，HTI

表：资本充足率要求，以及与各资本工具的归属关系

		备注
资本 (>10.5%)	一级资本(>8.5%)	核心一级资本 (>7.5%) 包括普通股，可转债的权益成分
		其他一级资本 主要是优先股、永续债
	二级资本 主要包含二级资本债，符合一定条件的次级债，超额贷款损失准备	

表：国内系统重要性银行附加资本分档

分档	分数范围	附加资本要求
第五组	1400分以上	1.50%
第四组	750分至1399分	1.00%
第三组	450分至749分	0.75%
第二组	300分至449分	0.50%
第一组	100分至299分	0.25%

资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》，《系统重要性银行附加监管规定（试行）（征求意见稿）》，《系统重要性银行评估办法》，HTI

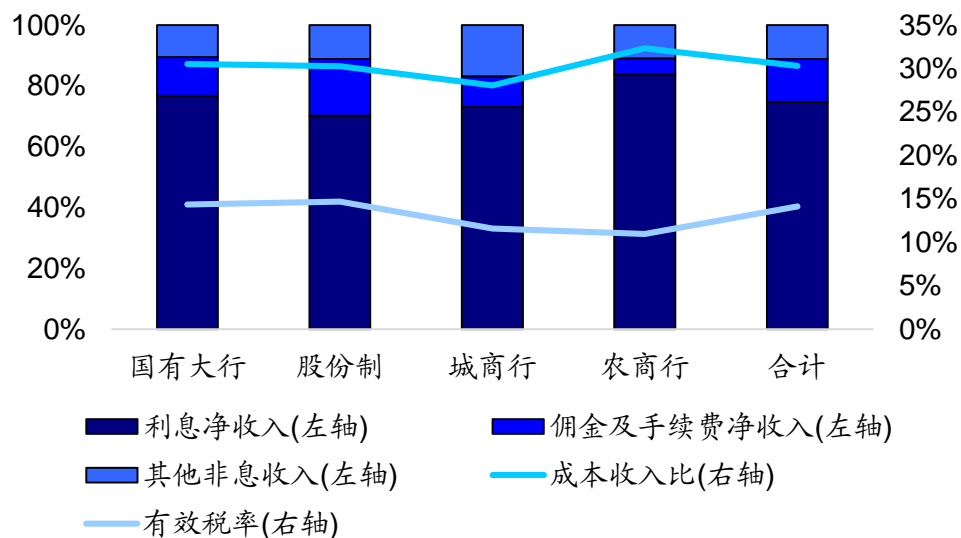
# 1.5 利润表

表：A股上市银行2022年利润表加总(亿元)

营业收入	58455	100%
利息净收入	43699	75%
利息收入	85406	
利息支出	41708	
手续费及佣金净收入	8207	14%
手续费及佣金收入	9632	
手续费及佣金支出	1421	
其他经营收益	6549	11%
公允价值变动收益	-420	-1%
投资收益	3596	6%
汇兑收益	390	1%
其他业务收入	2902	5%
其他收益	81	0%
营业支出	21014	36%
税金及附加	592	1%
管理费用	17706	30%
资产减值损失	13197	23%
其他业务成本	2525	4%
营业利润	24242	41%
营业外收入	99	0%
营业外支出	96	0%
利润总额	24242	41%
所得税	3428	6%
净利润	20814	36%
少数股东损益	186	0%
归母净利润	20628	35%

- 收入方面：净利息收入的占比为75%，其次为手续费及佣金收入14%，投资收益、公允价值变动收益、汇兑收益等占比不高。
- 支出方面：管理费用占了营业收入30%，资产减值损失占了营业收入23%。因而收入成本比、银行资产质量的分析都非常重要。
- 税收：由于银行购买的政府债券、货币基金等资产的票息/分红收益免税，因而银行平均税率低于25%，为14%。

图：各类上市银行的收入结构（2022年报）



## 1.5 利润表

### 中间业务收入科目解析:

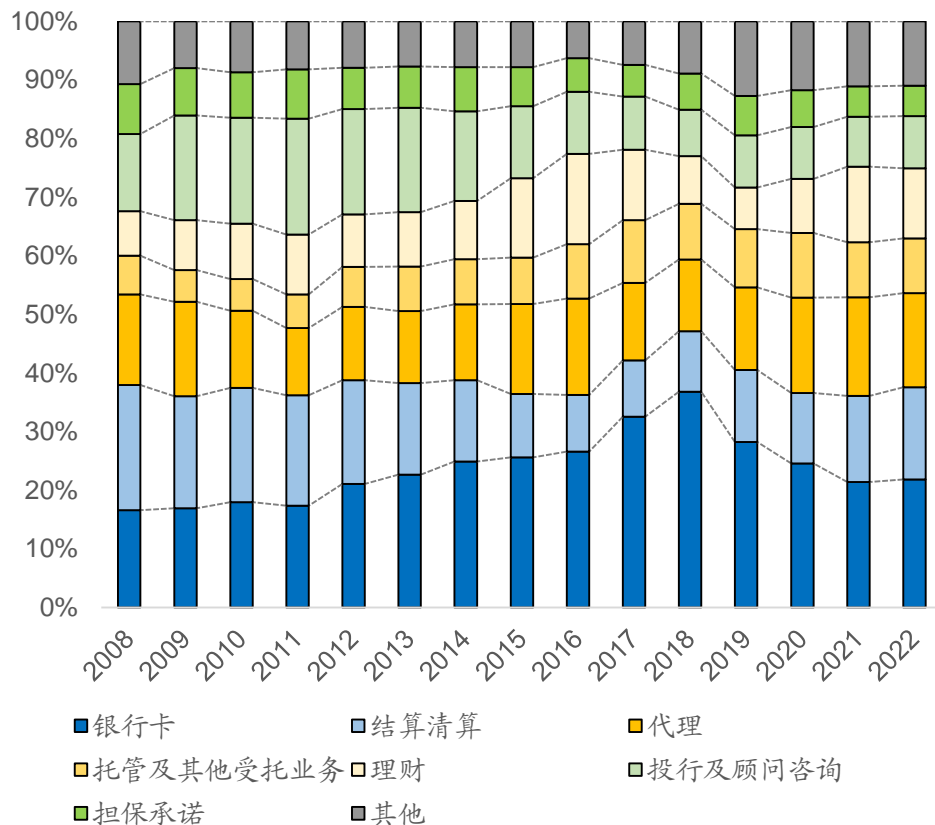
- **银行卡手续费:** 除了少量刷卡费、年费外, 为信用卡手续费。在**2020**年年报前该科目绝大部分是信用卡分期手续费, 其信用风险本质与个人贷款利息收入一致, **2020**年年报开始信用卡分期收入计入利息收入中。
- **理财业务手续费:** 以理财销售服务费、管理费等形式收取。但资管新规落地之前, 从风险实质角度出发, 该部分收入可理解为理财资金池所创造的息差收入。
- **信用承诺手续费:** 银行开展保函、信用债、银行承兑汇票等表外承诺业务而收取的手续费。
- **投行业务手续费:** 商业银行为企业提供债券承销、并购、财务顾问等服务而收取。目前国内银行绝大部分为债券承销收入。
- **代理业务手续费:** 银行代理销售保险、基金等产品而收取的手续费。
- **结算与清算手续费:** 个人结算费用越来越低, 而企业部分仍然保持稳定。
- **汇兑收益:** 银行因持有外币资产或境外分支, 而有外汇风险敞口。若未足额对冲, 则会产生汇兑损益。另外, 外汇自营交易、代客买卖、结汇售汇也会产生收益。
- **公允价值变动收益/投资收益:** 银行持有投资性资产的公允价值变动, 在处置资产前计入公允价值变动收益, 处置后转入投资收益。



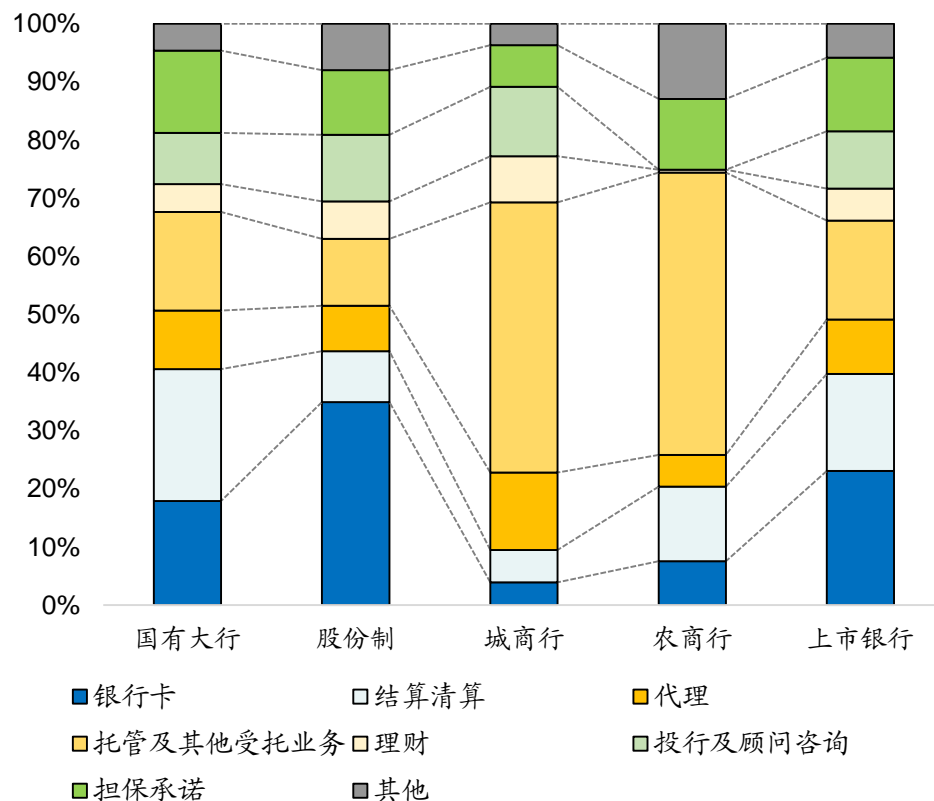
# 1.5 利润表

- 国有大行手续费结构均衡，股份制银行卡手续费比例最高，城商行主要以受托代理类为主，农商行手续费结构就更为单一。

图：上市银行手续费及佣金结构变迁



图：各类银行手续费及佣金收入结构（2022年报）



资料来源：上市银行2008-2022年年报，HTI

资料来源：上市银行2022年年报，HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 1.6 现金流量表：不重要

- 商业银行的资产和负债绝大部分都是金融资产/金融负债。金融资产、金融负债的创造、交易、到期，都严格对应着等量的现金变化。因而商业银行的现金流量表内涵的信息，已经在资产负债表、利润表的变动中体现了，无需再专门分析。
- 若要了解银行的流动性风险状况，银行有专门的指标体系。短期流动性可以看LCR指标，长期流动性可以看NSFR指标。

表：商业银行流动性风险指标要求

	计算公式	最低监管要求	资产规模2000亿元以上银行适用	资产规模2000亿元以下银行适用
流动性比例 (LR)	流动性资产/流动性负债 × 100%	≥25%	√	√
流动性覆盖率 (LCR)	流动性资产/(资金流出-限额内的资金流入) *100%	≥100%	√	
净稳定资金比例 (NSFR)	可用的稳定资金/业务所需的稳定资金 *100%	≥100%	√	
优质流动性资产充足率 (HQLAAR)	优质流动性资产/短期现金净流出	≥100%		√
流动性匹配率 (LMR)	加权资金来源/加权资金运用	≥100%	√	√

资料来源：《商业银行流动性风险管理办法》，HTI

## 1.7 其他需要学习的内容

### 风险管理/资产负债管理

- 巴塞尔协议：银行如何计量风险与资本
- 风险管理流程：银行如何管理全口径风险
- 流动性指标：银行如何管理流动性
- 定价考核：银行如何考虑各类资产的比价
- **IFRS9**：银行如何计提拨备

### 金融市场业务

- 非标业务：非标资产的压降会带来什么冲击？
- 资管业务：银行资管转型将带来什么影响？
- 债券投资：银行买什么债？怎么买？
- 衍生品业务：银行如何对冲风险、代客套保、投机交易？

### 传统业务

- 三个办法一个指引：银行如何放贷
- 贸易金融：银行如何开展票据、保函、信用证、保理、托收、押汇等业务
- 托管、承销、代发、现金管理……

### 如果要看海外银行

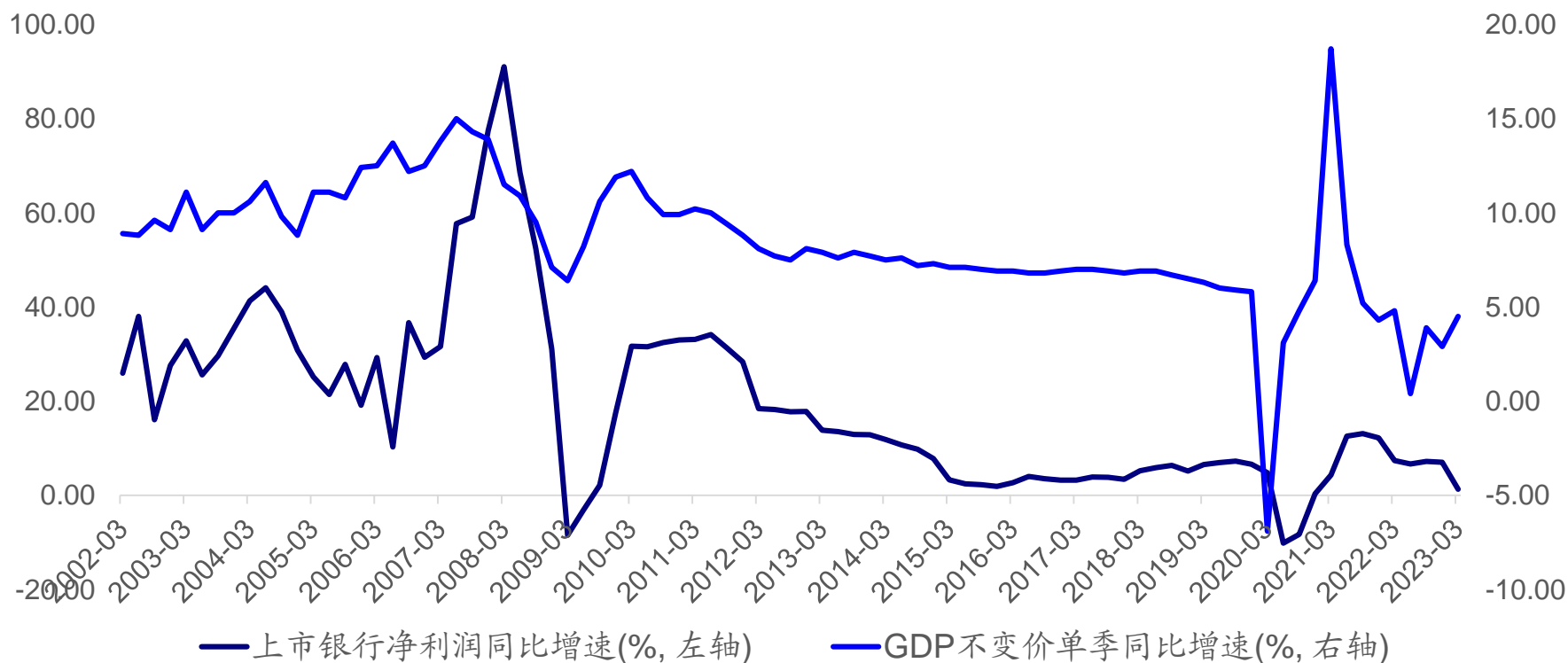
- 衍生品及其会计处理
- 结构化金融
- 全能银行的非商业银行业务
- 伊斯兰金融体系

1. 自下而上：银行业概况与银行财报解读
2. 自上而下：银行研究的总量方法
3. 杂谈：关于案头工作、规模增速、银行战略
4. 风险提示

## 2.1 银行研究的总量视角

银行的净利润增速与经济增速高度相关：银行是经济体最大的债权人。我们认为在以间接融资为主的中国，虽然不清楚股市是不是宏观经济的晴雨表，但可以确定的是，商业银行确实是宏观经济的晴雨表。

图：银行净利润增速与GDP增速高度相关



资料来源：Wind资讯，上市银行2002-2022年年报、半年报、季报，2023年一季报，HTI

## 2.1 银行研究的总量视角

我们认为社融存量同比增速与银行板块走势有较强相关性。在社融增速企稳回升后银行板块表现会更好。在2014年后社融增速与银行板块表现的联动性下降。

图：社融存量同比增速是信号



资料来源：Wind资讯，HTI

## 2.2 总量视角下的银行量、价、质

中国经济步入L型走势后，宏观经济的总量波动性下降，通过宏观经济总量的方向把握银行股短期基本面变化的难度加大。

因而，我们将银行业绩的宏观影响因素分为三个方面：量（规模增速）、价（息差）、质（资产质量）三方面，均与宏观经济、货币政策直接相关

表：银行业绩的三因素与宏观环境的联系

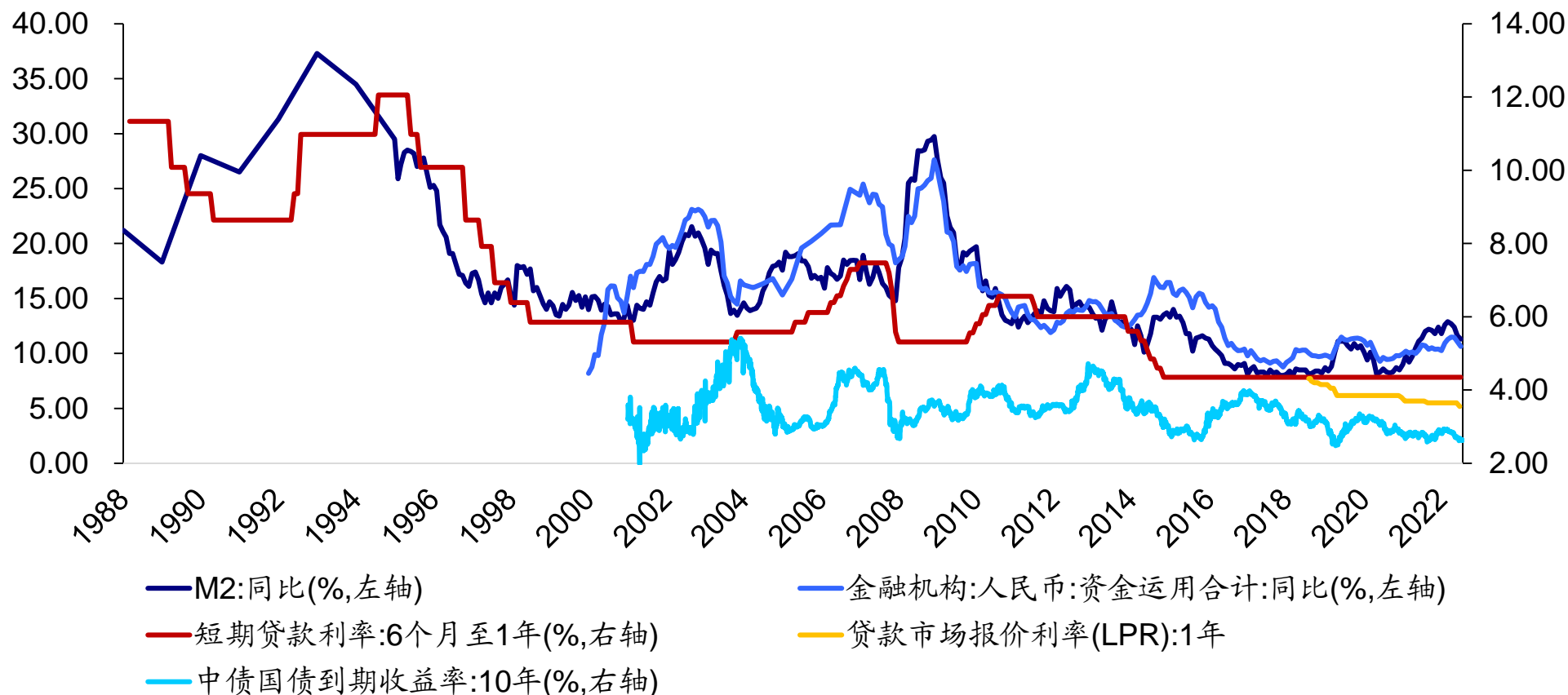
	微观指标	宏观变量	经济景气、货币边际收紧时	经济下行、货币边际宽松时
规模增速	总资产增速、存贷款增速	社融增速、M2增速	不一定	不一定
息差	净息差、净利差	市场利率	正面↑	负面↓
资产质量	逾期贷款率、不良贷款率等	信用风险	正面↑	负面↓

资料来源：HTI

## 2.2.1 量：规模增速与货币扩张

- M2、社融等宏观变量，在微观上其实就是银行的规模。
- 但需要注意的是，“货币政策宽松”与“货币扩张”之间没有必然的正相关。

表：银行的规模扩张速度与国债利率、贷款基准利率没有明确相关性





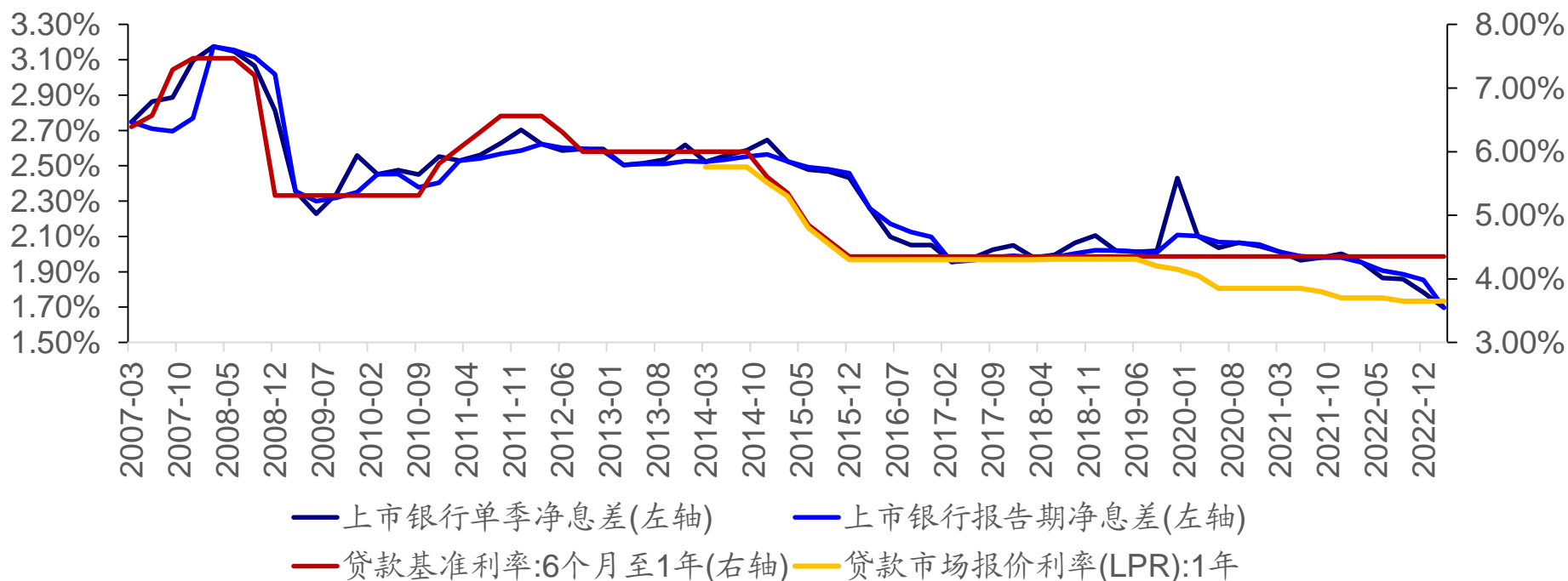
## 2.2.2 价：国内银行息差有顺周期性

最常用的息差指标是：净息差=(利息收入-利息支出)/生息资产平均余额。

银行净息差与利率水平正相关。原因：

- 资产端定价受益利率上升，而负债端活期存款部分利率变化有限。
- 利率较高时，往往经济较景气，企业融资需求旺盛，银行利率议价能力更强。

表：上市银行净息差与贷款基准利率正相关

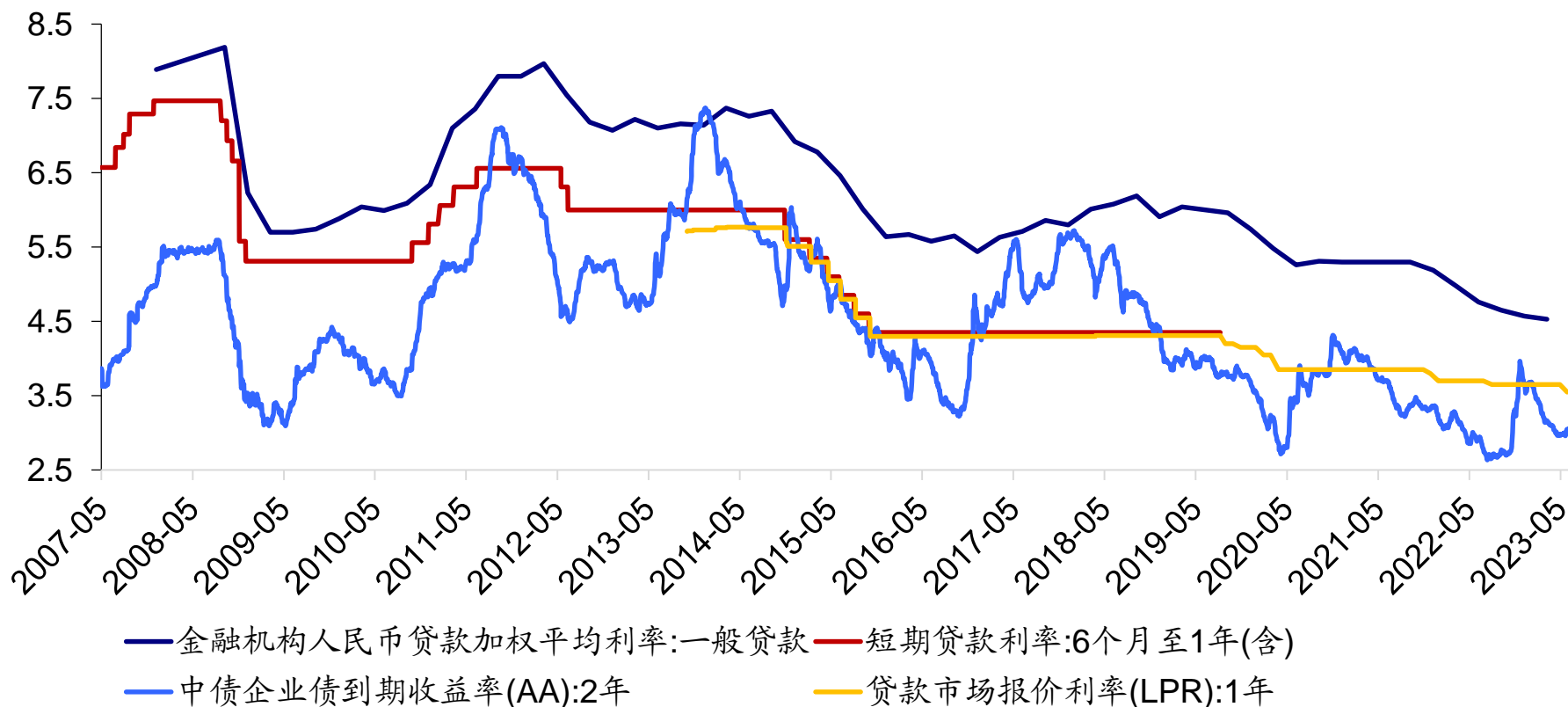


资料来源：Wind资讯，上市银行2007-2022年年报、半年报，HTI

## 2.2.2 价：国内银行息差有顺周期性

需要注意的是：贷款利率对债券市场利率不敏感

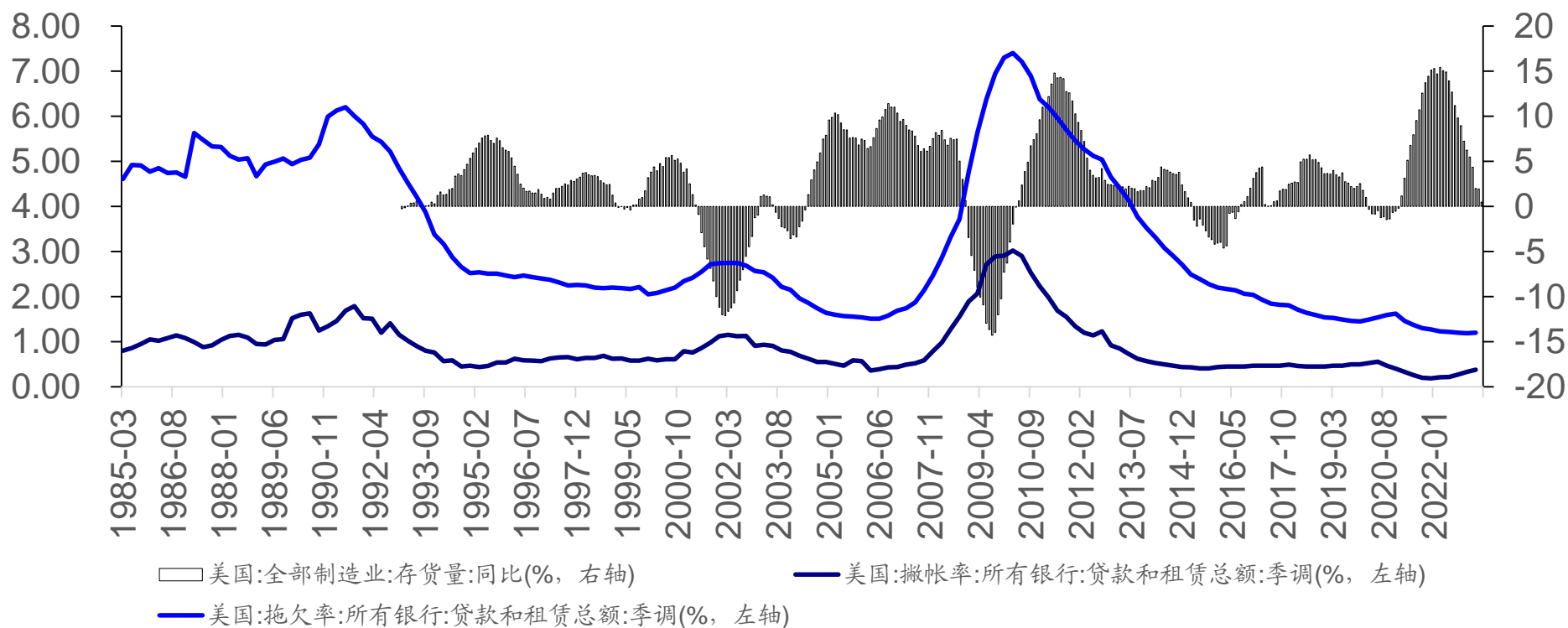
图：贷款利率主要跟着基准利率走（%）



## 2.2.3 质：资产质量与经济周期

- 银行信用风险的集中爆发，与10年产能周期、20年建筑业周期相关度很高。
- 3-4年的库存周期波动与银行信用风险关系不大。

图：银行信用风险暴露与经济长周期更相关



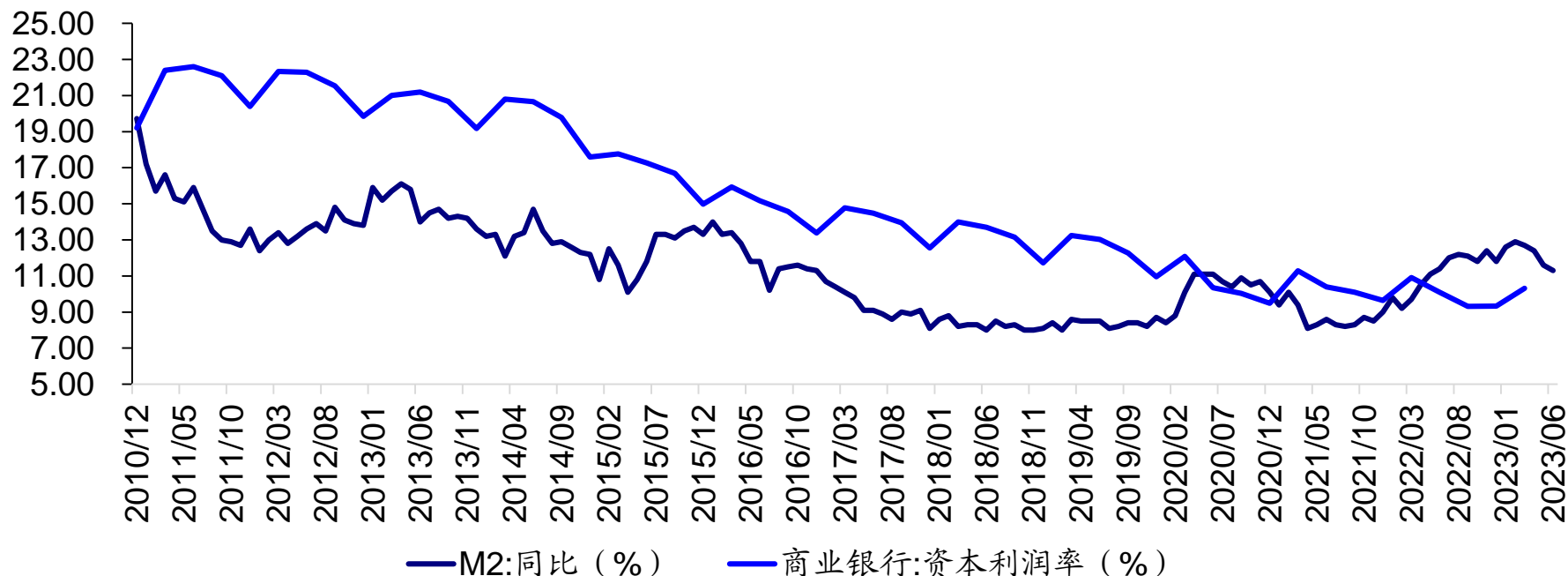
资料来源：Wind资讯，美联储，美国联邦存款保险公司，HTI

## 2.3 投资银行股的正确姿势

我们认为银行股适合进行长期配置型投资

- 银行是基本面变化很慢的行业，很难把握短期的催化剂与启动时点。
- 银行相比其他行业波动性更小，频繁交易的收入成本比很低。

图：银行业ROE长期稳定跑赢M2（%）



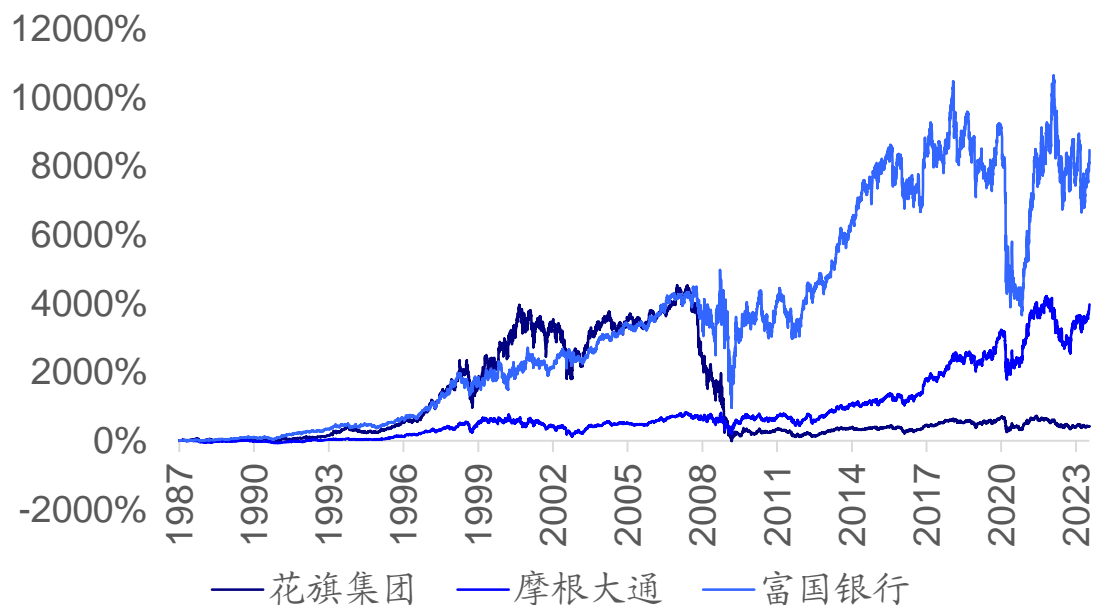
资料来源：Wind资讯，HTI

## 2.3.1 超长期投资：稳健创造价值

- 美国银行业35年：1987年-2022年间，富国银行上涨75.5倍，摩根大通上涨33.8倍；而花旗银行仅上涨4.0倍。
- 核心差异：次贷危机中的损失大小。富国银行、摩根大通在次贷危机中损失较小，危机过后继续创新高；花旗银行在危机前并未跑输，但危机后再也没有创新高。

图：美国银行股历史收益（1987/01/02-2023/07/18）

“潮水退去，谁在裸泳”



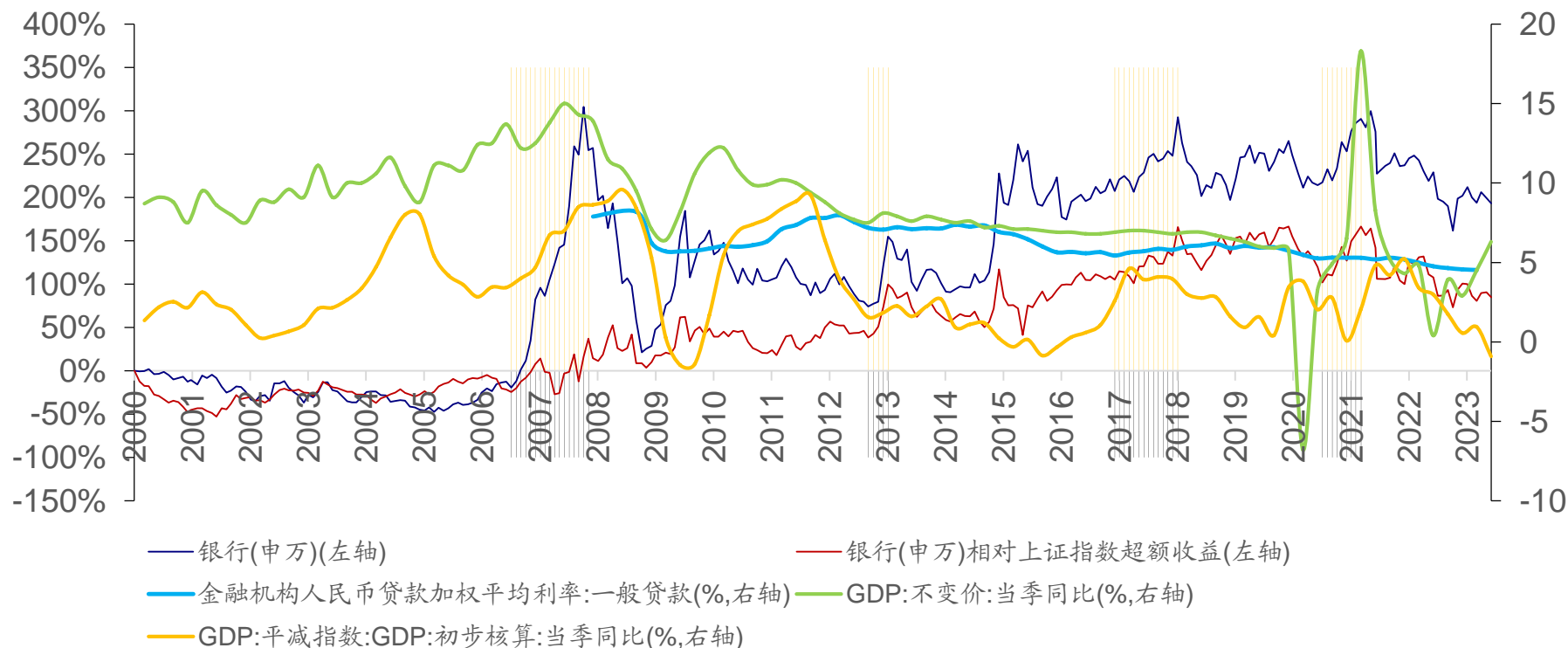
资料来源：Wind资讯，HTI

- 我们认为银行股投资的长线逻辑：长期稳定的ROE带来“复利”效应。
- 让“复利”滚起来的核心是【风控】。

## 2.3.2 长期投资：经济、通胀、利率向上

综合前面的量价质分析，在经济上行、利率回升、温和通胀时，银行更容易有超额收益。典型的三个例子是：**2006-2007年的牛市中的银行股**；**2012年末的银行股**；**2016-2017年的银行股**。

图：银行股既有相对收益，又有绝对收益的历史区间

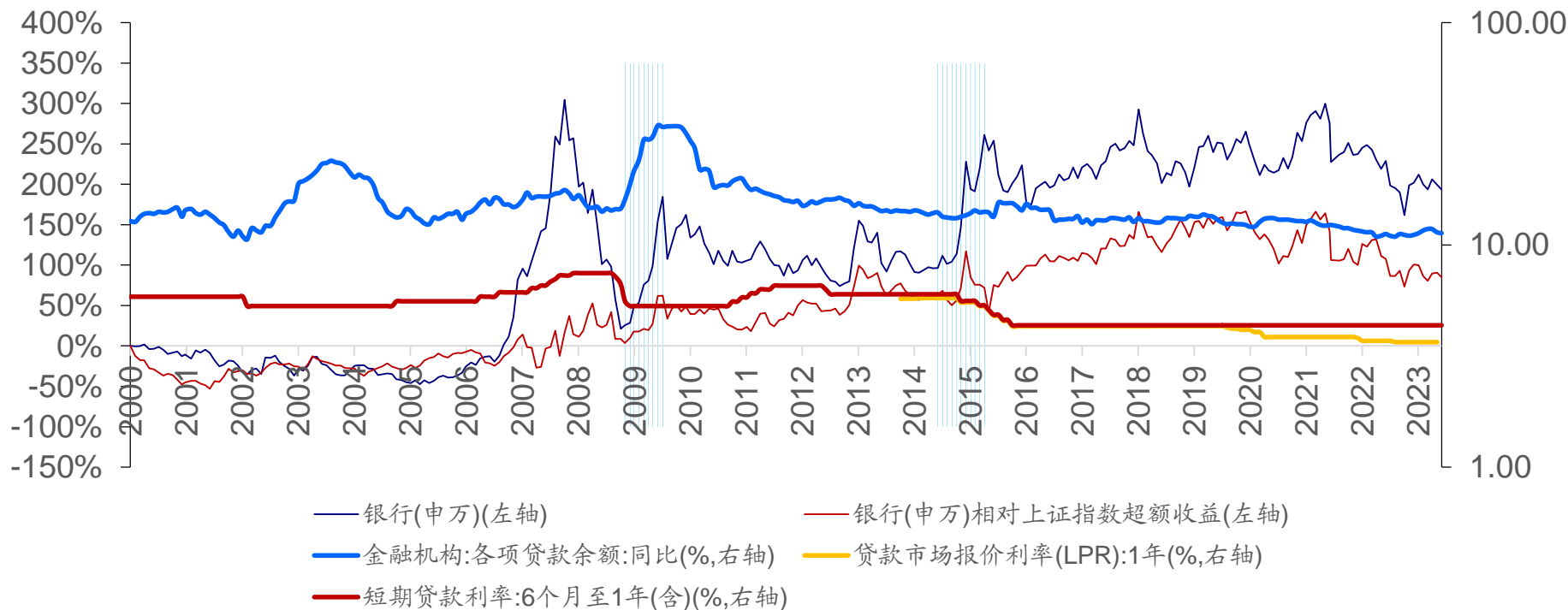


资料来源：Wind资讯，HTI

## 2.3.3 货币宽松时：有绝对收益，无相对收益

在货币宽松时，即信贷放量、降准降息，银行股往往有绝对收益，而无相对收益。典型的两个例子是：2009年“四万亿”时期的银行股；2014年下半年-2015年的银行股。

图：在货币宽松时有绝对收益，无相对收益



资料来源：Wind资讯，HTI

注：右轴为对数刻度

1. 自下而上：银行业概况与银行财报解读
2. 自上而下：银行研究的总量方法
3. 杂谈：关于案头工作、规模增速、银行战略
4. 风险提示



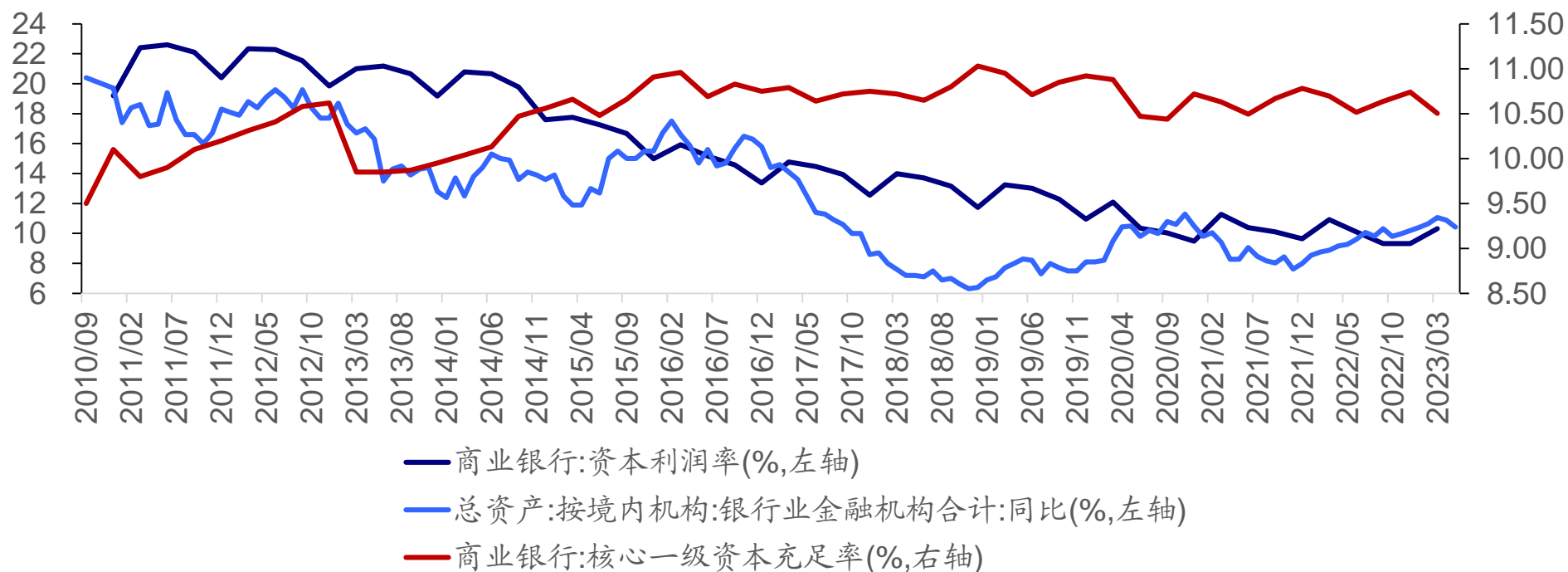
## 3.1 杂谈之一：案头工作比调研重要

- 银行的复杂性与抽象性：银行业高度抽象，体系庞大，向上连接着各个宏观变量，向下关联到各个金融产品和微观主体。研究人员须花费大量精力于案头工作，以整合消化各方面的公开信息，并充分理解相关宏观逻辑的演变。
- 业内人士较难充分认识：银行的复杂性可能让即使身在其中的从业人员，也难以获得完全正确的认识。银行业内人士其实也在积极阅读银行分析师的研报。
- 银行业的舆论敏感性：银行业的一举一动都影响着整个社会的资源分配，也牵动着市场对经济的预期。
- 银行调研的正确姿势：
  - 1、在做足了案头工作，对于行业形势、公司现状有较为充分的预判之后，再去公司调研，有的放矢。
  - 2、充分认识到其实对方也不了解全局，调研时的问题应尽量具体，与其工作职能高度相关。
  - 3、尽量询问历史和现状，不轻信银行从业人员对未来趋势的判断。

## 3.2 杂谈之二：规模增速意义不大

- 银行业的特点是：任何规模增长都要消耗资本。做多少业务，就需要多少资本。如果动态的来理解这一点：当银行规模增速太快，导致风险加权资产增速超过ROE（即核心资本的内生累积速度），那么银行资本充足率下降，就要再融资摊薄。相反，如果增速低于ROE，则多余的盈利可以用来增加分红。

图：ROE高于规模增速时银行核心资本充足率提高



资料来源：Wind资讯，HTI

注：2013年初因实施新资本协议，而出现了一次性下降 50

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

### 3.3 杂谈之三：银行战略往往缺乏特色

- 一是银行各项业务间高度协同。例如公司业务强的银行，同时也更容易获得该企业主与员工的零售业务，以及该企业衍生出来的各项金融市场业务。
- 二是银行业具有较为明显的周期性，均衡的发展有利于熨平波动。经济增速稳定或趋于上行时，公司业务景气度较好。但在经济下行期，零售业务更受青睐。而金融市场业务景气度往往则跟金融监管的松紧密切相关。
- 最后，大中型银行体量庞大，上规模后必定是庞大的综合化体系，即使号称以某项业务为特色，也往往是该项业务占比较竞争对手略高一些而已。

表：一些银行对战略的表述

银行	战略表述	银行	战略表述
平安银行	本行以打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”为战略目标，坚持“科技引领、零售突破、对公做精”十二字策略方针	建设银行	持续深化新金融行动，纵深推进住房租赁、普惠金融、金融科技“三大战略”
交通银行	本行战略目标是“建设具有特色优势的世界一流银行集团”，打造普惠金融、贸易金融、科技金融、财富金融四大业务特色	光大银行	聚焦“打造一流财富管理银行”战略愿景，推进“敏捷、科技、生态”转型，通过综合化、特色化、轻型化、数字化发展，加快产品、渠道和服务模式的创新
浦发银行	全面建设具有国际竞争力的一流股份制商业银行，推动全行成为新时代金融业高质量发展的排头兵和先行者	浙商银行	以“一流的商业银行”愿景为统领 四大战略重点：数字化改革系统开启、深耕发展全面推进、五大板块协同发展、财富管理全新启航
招商银行	在坚持零售银行的弱周期优势和“轻型银行”的资本内生增长优势基础上，秉持商业共赢、商业向善理念，打造价值银行	农业银行	突出“服务乡村振兴的领军银行”和“服务实体经济的主力银行”两大定位，全面实施“三农”县域、绿色金融、数字经营三大战略
邮储银行	以金融科技赋能高质量发展，加速业务模式转型，搭建智能风控体系，提升价值创造能力，打造服务乡村振兴和新型城镇化的领先的数字生态银行	兴业银行	“1234”战略体系，树牢擦亮绿色银行、财富银行、投资银行“三张名片”

## 4. 风险提示

---

企业偿债能力下降，资产质量大幅恶化；金融监管政策出现重大变化。

## APPENDIX 2

### 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，林加力，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, Jiali Lin, 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，Nicole Zhou，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, Nicole Zhou, 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.

# APPENDIX 2

## 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601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 600015.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601169.CH, 601229.CH, 601187.CH, 601963.CH, 601665.CH and C.US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 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 600015.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601169.CH, 601229.CH, 601187.CH, 601963.CH, 601665.CH and C.US 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 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 600015.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601169.CH, 601229.CH, 601187.CH, 601963.CH, 601665.CH and C.US 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.

601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 600015.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601169.CH, 601229.CH, 601963.CH 及 601665.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 600015.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601169.CH, 601229.CH, 601963.CH and 601665.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

601398.CH, 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600015.CH, 000001.CH, 600036.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601916.CH, 601169.CH, 601229.CH, 601009.CH, 002142.CH, 600919.CH, 600926.CH, 601577.CH, 002948.CH, 002966.CH, 601187.CH, 002839.CH, 601128.CH, 603323.CH, 002958.CH, 上海农村商业银行股份有限公司, 海通资管瑞盈一号定向资产管理计划, 601825.CH, WFC.US, 摩根大通证券, 摩根大通证券ACT, 摩根大通证券CEM 及 花旗集团基金目前或过去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。

601398.CH, 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600015.CH, 000001.CH, 600036.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601916.CH, 601169.CH, 601229.CH, 601009.CH, 002142.CH, 600919.CH, 600926.CH, 601577.CH, 002948.CH, 002966.CH, 601187.CH, 002839.CH, 601128.CH, 603323.CH, 002958.CH, 上海农村商业银行股份有限公司, 海通资管瑞盈一号定向资产管理计划, 601825.CH, WFC.US, 摩根大通证券, 摩根大通证券ACT, 摩根大通证券CEM and 花旗集团基金 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.

600000.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。

600000.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从600000.CH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 600000.CH.

海通在过去的12个月中从601398.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 富诚海富资管—中信银行—富诚海富通迈信林员工参与科创板战略配售集合资产管理计划, 富诚海富资管—中信银行—富诚海富通逸飞激光员工参与科创板战略配售集合资产管理计划, 海通资管汇贤1号单一资产管理计划, 海通资管汇贤2号单一资产管理计划, 601818.CH, 600015.CH, 600036.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601916.CH, 海通期货—北京银行—海通期货聚盈安享16号集合资产管理计划, 601229.CH, 601009.CH, 002142.CH, 600926.CH, 601577.CH, 002948.CH, 002966.CH, 002839.CH, 601128.CH, 603323.CH, 002958.CH, WFC.US, 摩根大通证券, 摩根大通证券ACT 及 摩根大通证券CEM 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 601398.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 富诚海富资管—中信银行—富诚海富通迈信林员工参与科创板战略配售集合资产管理计划, 富诚海富资管—中信银行—富诚海富通逸飞激光员工参与科创板战略配售集合资产管理计划, 海通资管汇贤1号单一资产管理计划, 海通资管汇贤2号单一资产管理计划, 601818.CH, 600015.CH, 600036.CH, 600000.CH, 601166.CH, 601916.CH, 海通期货—北京银行—海通期货聚盈安享16号集合资产管理计划, 601229.CH, 601009.CH, 002142.CH, 600926.CH, 601577.CH, 002948.CH, 002966.CH, 002839.CH, 601128.CH, 603323.CH, 002958.CH, WFC.US, 摩根大通证券, 摩根大通证券ACT and 摩根大通证券CEM.

## APPENDIX 2

### 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.

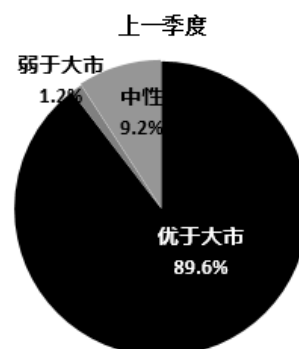
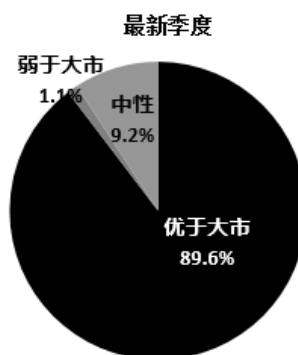
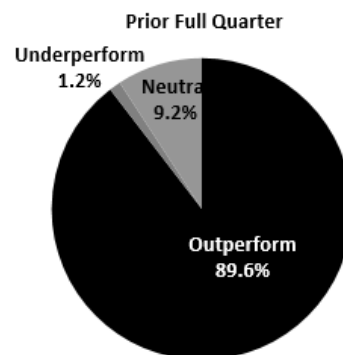
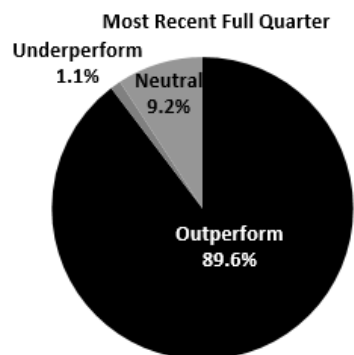
**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**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.**

# APPENDIX 2

## 评级分布 Rating Distribution





## APPENDIX 2

### 截至2023年6月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

### 此前的评级系统定义（直至2020年6月30日）：

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

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

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

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

### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

## APPENDIX 2

**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.

## APPENDIX 2

**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 disseminated 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.

## APPENDIX 2

**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.

## APPENDIX 2

### 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、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，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](http://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 and 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。

## APPENDIX 2

### 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.

## APPENDIX 2

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](http://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.

## APPENDIX 2

### 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



## APPENDIX 2

### 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:

## APPENDIX 2

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> 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

## APPENDIX 2

**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”）第03/1102、03/1103或03/1099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](http://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](mailto: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。

## APPENDIX 2

**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:

## APPENDIX 2

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 Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, 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](http://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

## APPENDIX 2

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](mailto: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>