

非银行金融（保险&券商）研究方法(Research Methods in Non-Banking Finance (Insurance & Securities))

孙婷Ting Sun ting.sun@htisec.com

31 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)

保险产品体系、盈利模式与估值方法

1. 保險公司產品體系與盈利模式
2. 保險公司估值體系與股價影響因素
3. 行業發展現狀與未來展望

风险提示：长端利率趋势性下行，股市下跌，新单保费不及预期

导言：保险是什么？

健康福·重疾险(保20/30年) 蚂蚁金服 PICC 中国人民保险

确诊一次性全赔，最高50万



为什么要买重疾险？

- ✔ 患重疾后需要一大笔钱灵活支配
- ✔ 重疾险保多少赔多少，一次性全额赔付

保障详情

[更多详情](#)

100种重大疾病保险金	可选 10万/30万/50万
50种轻症保险金	30%重疾保障金额
轻症豁免 ?	确诊轻症免缴后期保费
保障期限	可选 保20年/保30年/保至70岁
身故给付 ?	可选 按保费/按保额
满期返还 ?	可选 不返还/返120%保费&意外高残护理

请阅读 [投保须知](#) [保险条款](#) [健康告知](#) [服务协议](#)

被保险人姓名 *婷

身份证号码 6*****7

保障金额

10万

30万

50万

保障期限

保20年

保30年

保至70岁

付款方式

20年
按月交

20年
按年交

30年
按月交

30年
按年交

身故返还 ?

返保额

返保费

满期返还 ?

无返还

返120%保费
含高残护理赔付

收藏

8550.00元/年

我要投保

● 保费的情景分析:

1) 身故返保费，保费 = 6850元/年

2) 满期无返还，保费 = 5050元/年

3) 20年按年交、身故返保费、满期无返还，保费 = 3950元/年

4) 保20年、20年交、身故返保费、满期无返还，保费 = 2100元/年。

1.1 保险行业盈利模式的特殊性

- 保险的种类:

- 1、**人寿保险**: 人寿保险的投保人按照保单的约定, 向保险人缴纳保险费, 当被保险人在合同期限内发生死亡、伤残、疾病等保险事故或达到人身保险合同约定的年龄、期限时, 由保险人依照合同约定承担给付保险金的责任。
 - 2、**财产保险**: 财产保险是指投保人根据合同约定, 向保险人交付保险费, 保险人按保险合同的约定对所承保的财产及其有关利益因自然灾害或意外事故造成的损失承担赔偿责任的保险。
- 目前A股上市的五家保险公司中, 中国人寿、新华保险为纯寿险公司, 中国平安、中国太保、中国人保则拥有寿险与财险两块业务。不过由于财险业务不像寿险业务期限较长、有累计效应, 除中国人保外, 财险业务在其他公司估值中占比较小。因此, 这里重点将介绍寿险业务。

1.1 保险行业盈利模式的特殊性

保险公司盈利模式的特殊性

1、先有收入，后有成本

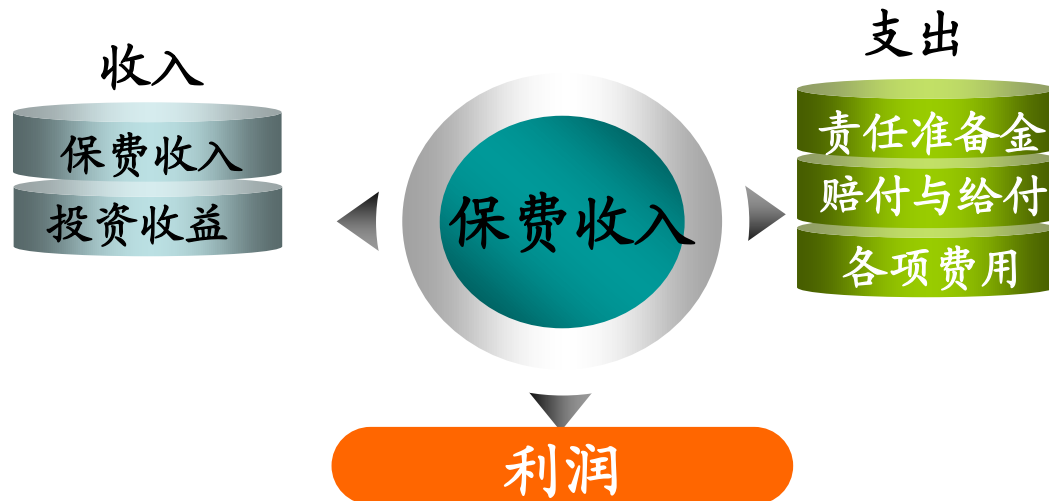
- 保费收入不完全是“收入”，而更是“负债”。
- 先有保费收入，后有成本、费用支出；保费收入均计提大量寿险责任准备金。
- 利差是寿险公司最重要的利润来源。保费收入是产生利差的基础。

2、保险合同的长期性

- 保险合同期限一般在20年以上，保单盈利无法在当期利润表体现；产品设计依赖于大量假设：投资收益率、费用率、死亡率等

3、寿险公司利润驱动要素

- 保费收入/结构
- 投资收益率



资料来源：HTI

1.1 保险行业盈利模式的特殊性

以中国人寿利润表为例：保险公司利润波动大，且与当期保费无直接关系。

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022	
一、营业收入	6431	7452	8250	8585	8261	
已赚保费	5320	5603	6047	6113	6078	
投资净收益	1114	1625	2075	2418	2178	利息、股息、证券买卖价差等
公允价值变动收益	(81)	144	34	(51)	(88)	交易性金融资产公允价值变动
其他业务收入	78	79	91	96	88	
二、营业支出	(6288)	(6852)	(7702)	(8075)	(8017)	
退保金	(1162)	(509)	(333)	(416)	(371)	
赔付支出	(1744)	(1279)	(1333)	(1365)	(1047)	当期保费未来可能产生的赔付
提取保险责任准备金	(1917)	(3351)	(4188)	(4473)	(4612)	
保户红利支出	(196)	(224)	(283)	(265)	(207)	支付给代理人、银行等
手续费及佣金支出	(627)	(814)	(844)	(657)	(548)	
管理费用	(391)	(420)	(397)	(430)	(422)	
其他业务成本	(197)	(215)	(241)	(303)	(304)	
资产减值损失	(82)	(81)	(124)	(228)	(214)	
三、营业利润	143	600	549	510	244	
加：营业外收入	1	1	1	1	1	
减：营业外支出	(4)	(3)	(5)	(6)	(4)	
四、利润总额	139	598	545	505	240	
减：所得税	(20)	(8)	(31)	(19)	(95)	
五、净利润	119	590	514	524	335	波动极大，受股票市场影响大
六、综合收益总额	99	939	771	479	(217)	AFS公允价值变动-转入当期损益的部分
七、每股收益（元）	0.39	2.05	1.78	1.80	1.14	

资料来源：中国人寿2018-2022年年报，HTI

1.1 保险行业盈利模式的特殊性

IFRS 17保险合同准则改变了利润表的列示方式和盈余分布，但利润波动仍然明显

新准则改变了损益表列示方式与盈余分布。

新准则
一、营业收入
保险服务收入
【含：合同服务边际摊销
预期赔付及费用
获取费用摊销
.....】
利息收入
投资收益
公允价值变动损益
...
二、营业支出
保险服务费用
【含：实际赔付及费用
获取费用摊销
.....】
承保财务损益
信用减值损失
...
三、营业利润

- **保险服务收入** = 合同服务边际摊销 + 预期赔付及费用 + 获取费用摊销 + 短险已赚保费等
 → 不再是销售保单收取的保费
- **合同服务边际摊销：**
 合同服务边际主要反映**准备金长期评估假设与定价假设**之间的总体差异。
 摊销是在一定节奏下进行释放。**释放节奏**主要受摊销载体影响。
每期释放金额 ≠ 准备金评估假设与定价假设的差异
- 预期赔付及费用：使用准备金长期评估假设计算。
- **保险服务费用** = 实际赔付及费用 + 获取费用摊销等
- 实际赔付及费用：实际经验。
- **预期赔付及费用 - 实际赔付及费用**：主要反映短期经验波动。

注：预期赔付和实际赔付需要剔除投资成分。

1.1 保险行业盈利模式的特殊性

IFRS 17保险合同准则改变了利润表的列示方式和盈余分布，但利润波动仍然明显

新准则改变了损益表列示方式与盈余分布。

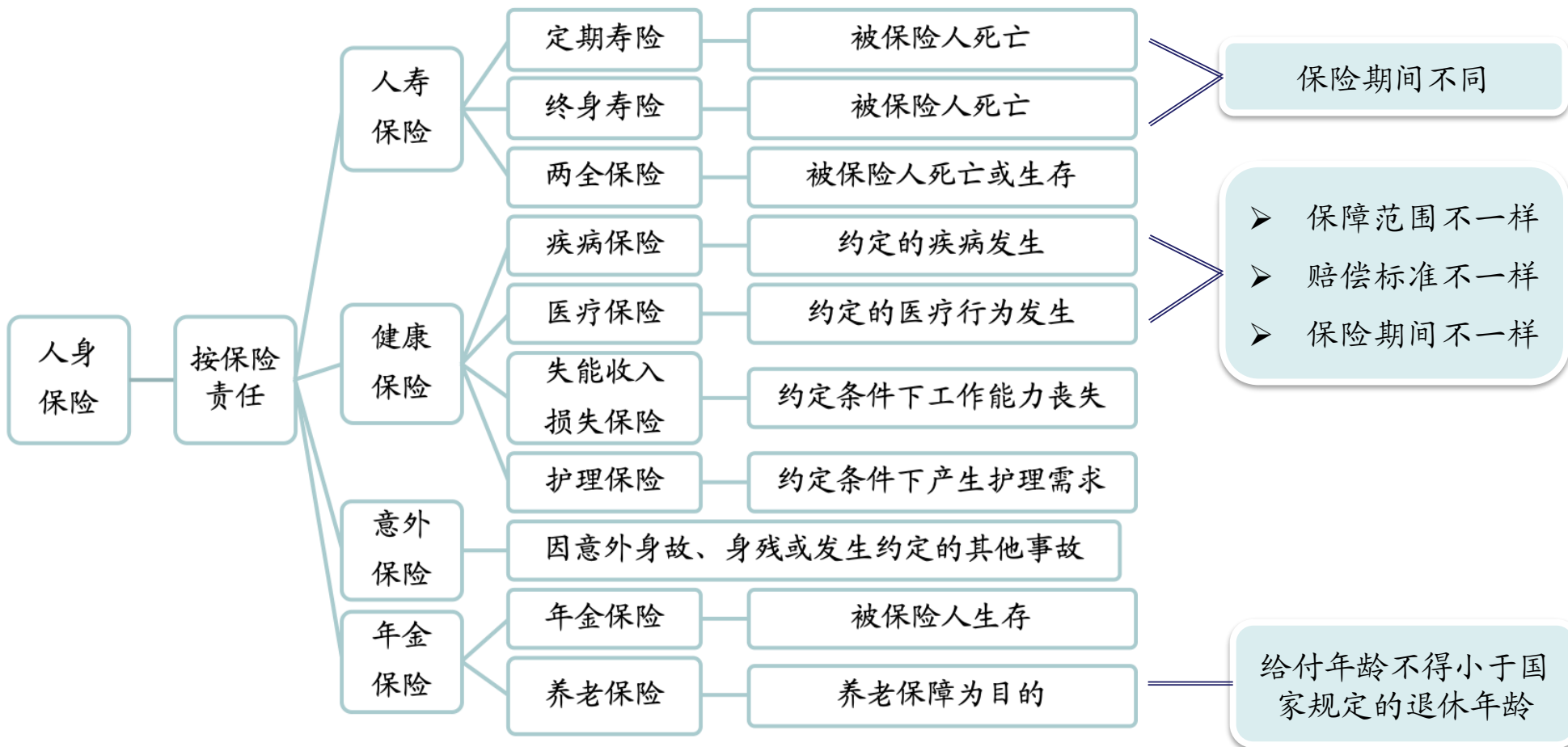
新准则
一、营业收入
保险服务收入
【含：合同服务边际摊销
预期赔付及费用
获取费用摊销
.....】
利息收入
投资收益
公允价值变动损益
...
二、营业支出
保险服务费用
【含：实际赔付及费用
获取费用摊销
.....】
承保财务损益
信用减值损失
...
三、营业利润

- **总投资收益** = “利息收入” + “投资收益” + “公允价值变动损益” - 投资资产“信用减值损失”
- **承保财务损益为 GMM与VFA加总结果**
 - GMM --- 使用准备金评估利率计算的负债利息成本
 - 行使OCI选择权 --- 采用锁定利率利息成本
 - 不行使OCI选择权 --- 未来现金流现值采用当前利率利息成本
 - VFA --- 等于负债对应资产的投资收益
 - 行使OCI选择权 --- 等于负债对应资产的总投资收益
 - 不行使OCI选择权 --- 等于负债对应资产的公允价值口径的综合投资收益
- **总投资收益 - 承保财务损益**，在行使OCI选择权时，主要为净资产对应的投资收益加GMM模型计量业务资产的投资收益减GMM锁定利率对应的利息成本。
- **合同服务边际摊销 + 预期赔付及费用 - 实际赔付及费用 + 总投资收益 - 承保财务损益**
≠ 当期实际经验与定价假设之差

注：预期赔付和实际赔付需要剔除投资成分。

1.2 保险产品的保障责任分类

图：按保险责任对人身保险进行分类



1.2.1 保险产品分类

表：保险产品四维分类

按渠道	按缴费模式	按产品特征	按保障特征
个险	期缴	传统	终身
银行	趸交	分红	定期
团险		万能	两全
电销		投连	健康
互联网			意外
			年金

1.2.2 寿险险种特征

表：寿险险种特征

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保单利率	预定利率固定，保险双方存在利率风险	较低预定利率，减少保险利率风险	较低的保证利率，能有效规避利率风险	无保证预定利率，保险公司不承提利率风险
利益来源	固定	固定部分+三差	最低保证+投资运作	投资运作
资金运作	统筹帐户	专门账户	专门账户	专门账户
投资风险	保险公司承担	客户与保险公司承担	客户与保险公司承担	客户自己承担
投资收益	按固定的预定利率计算保单利益	按公司产生的盈余进行红利分配	大多有保证的回报率，收益与专门账户收益相关	无最低保障，实际收益由专门账户的投资收益决定

资料来源：HTI

表：各险种的客户与保险公司利益分配对比

	传统寿险	分红寿险	万能寿险	投资连结寿险
保单持有人利益	锁定固定利率	70%超额收益分红	超额收益归客户	超额收益归客户
保险公司利益	全部超额收益	30%超额收益分红	资产管理费	资产管理费
投资组合决定权	保险公司	保险公司	保险公司	客户
盈利能力对比	100%	70%	60%	50%
保户权益稳定性	高	中	中	低

资料来源：HTI

1.2.3 寿险产品渠道和期限特征

- 保险公司在进行产品设计时，会考虑销售渠道差异，渠道不同，产品不同。一般来说：
 - 个险渠道销售产品较为复杂，保障程度高，保险公司利润率高；银行渠道销售产品多为投资型，保障程度低，利润率低。
 - 期缴产品利润率较趸缴产品高。期缴产品每年需交续保费用，对保险公司来说带来稳定现金流，是寿险公司最为重点发展的业务。
 - 保险公司业务结构调整的目标：“聚焦个险、聚焦期缴”，提高个险渠道保费占比，提高十年期及以上保费占比。

表：寿险产品渠道和期限特征

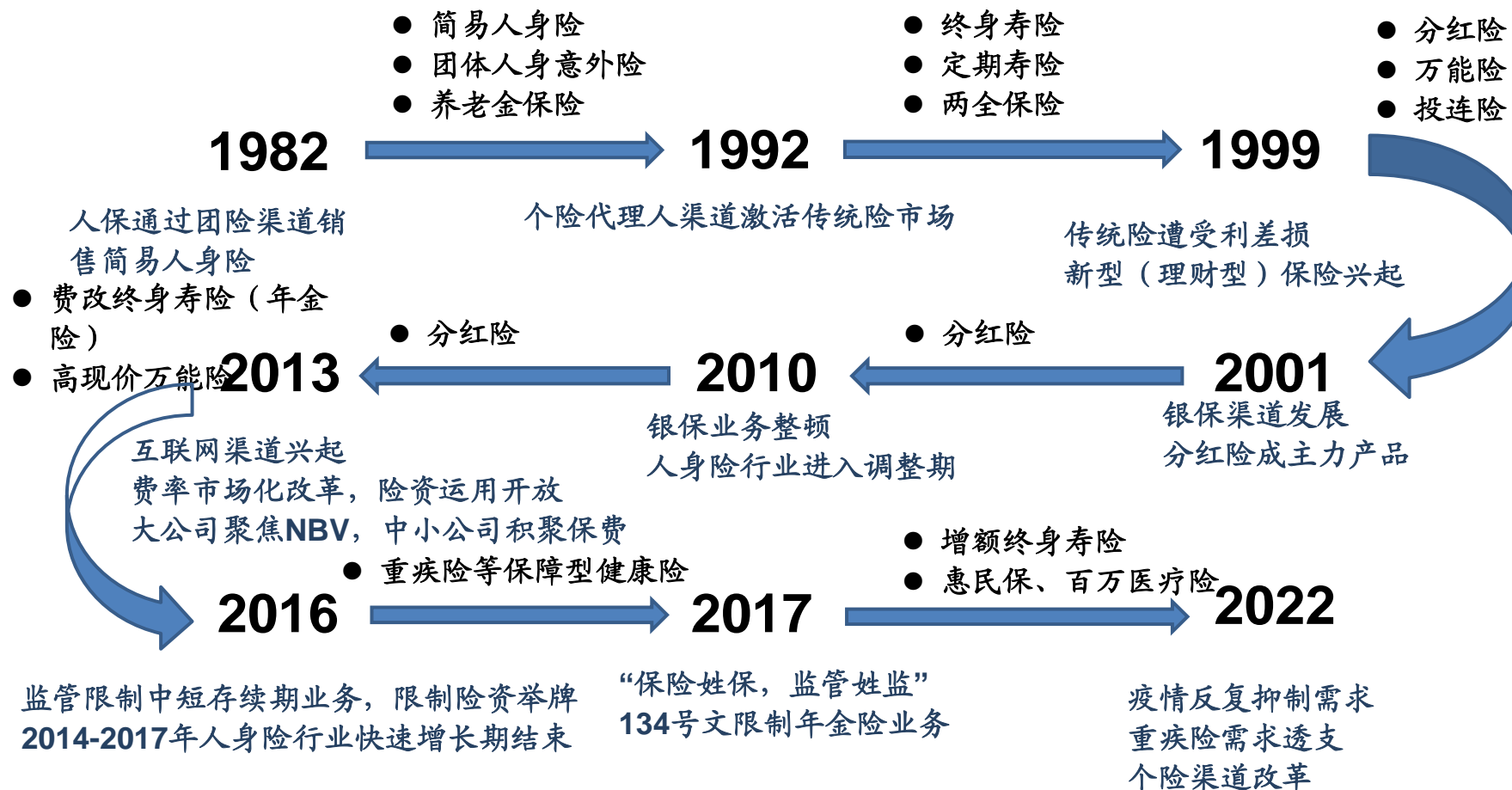
		缴费期限	佣金率	利润率
个险（营销员）渠道	期缴	5年以上，大多为10-20年	首年30-40%，第2-5年由5%递减，第6年为0	高
	趸缴	首年缴清	-	较高
银行渠道	期缴	一般为3-5年	4%左右	低
	趸缴	首年缴清	4%左右	极低

1.2.4 寿险产品发展历程

市场需求是产品演化的根本原因。

从保障需求、到理财需求、再到保障理财双重需求。

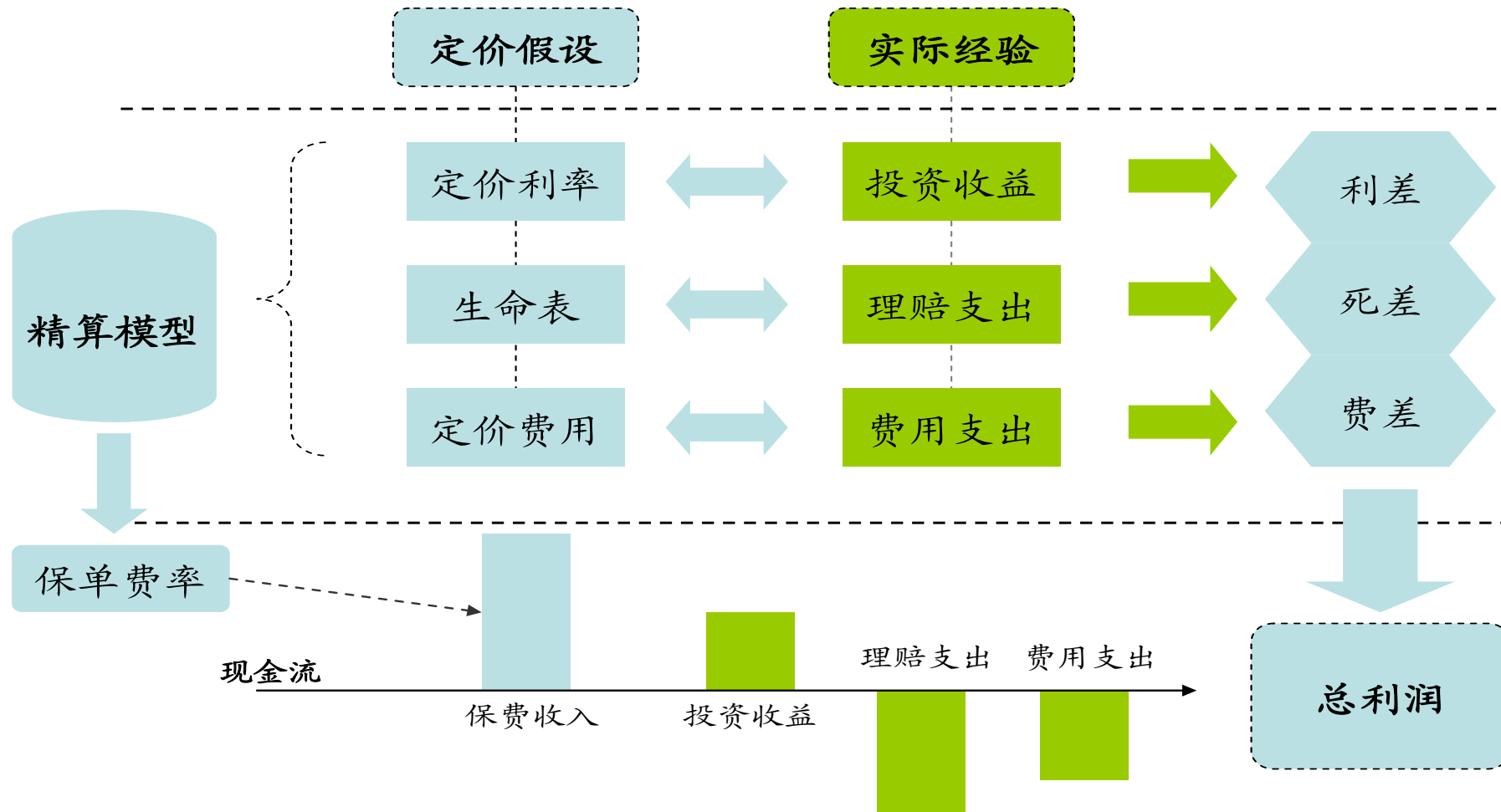
图：寿险产品发展历程



1.3 保险公司盈利模式与假设介绍

定价假设 - 实际经验 = 实际利润

图：保险公司盈利模式



1.3.1 保险公司盈利模式与假设介绍

表：保险公司盈利模式与假设介绍

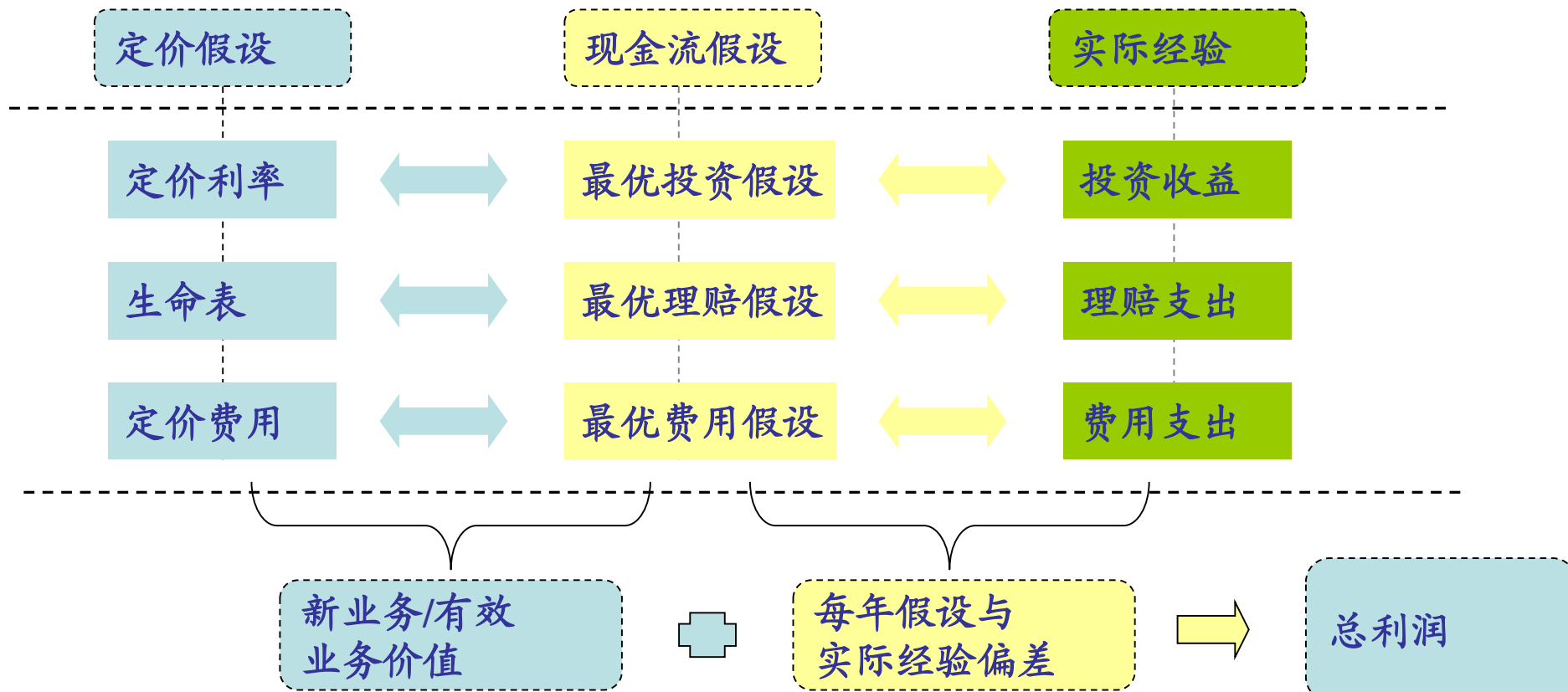
	定价假设	现金流假设 (EV假设)	准备金假设 (监管体系)	准备金假设 (财务体系)
利率假设	保监会要求小于 等于3.5% (除高利率保单)	最优投资假设 5%-5.5%	不得高于定价利率 一般为3.5% (除高利率保单)	市场利率或最优投 资假设 4%-5.5%
费用假设	按净保费比例 偏谨慎的假设	最优估计费用 按保费、保单、保 额比例	净保费法中不直接 考虑费用	同现金流假设
死亡率假设	按100%生命表 偏谨慎的假设	最优估计死亡率 50%-70%生命表	同定价假设	同现金流假设
退保率假设	不考虑退保	最优退保假设	不考虑退保	同现金流假设
分红假设	不考虑分红	最优分红假设 参考销售时的红利 演示	不考虑分红	同现金流假设

1.3.2 保险公司盈利模式与假设介绍

定价假设 - 现金流假设 = 新业务/有效业务价值

图：保险公司假设介绍

由于实际经验不可得，采用未来最优假设来替代实际经验，估算保单未来利润



1.3.2 保险公司盈利模式与假设介绍

准备金假设:

调整保单利润释放时间, 不影响利润总数

由于保单收入支出时间不匹配, 不能将当期收入减支出直接作为当期利润, 而需要计提准备金来匹配未来年度的责任。

- 当期利润 = 保费 + 投资 - 费用 - 理赔支出 - 红利 - 准备金提转
- 准备金 = 未来支出现值 - 未来收入现值

准备金假设越保守, 期初提取准备金金额越大, 利润越往后移动; 准备金假设越激进, 期初提取准备金金额越小, 利润往前移动。

- 1) 保险公司在渠道中的议价能力
- 2) 保险产品的复杂程度（保单期限、缴费模式）
- 3) 保障功能和储蓄功能的占比
- 4) 法律法规对产品定价限制

2 保险公司评估价值与股价影响因素

- 1、分析的三个维度：1) 价值体系；2) 会计利润体系；3) 偿付能力。
- 2、价值体系（EV、NBV）与利润体系均基于长期假设，前者包含更多信息，是我们首要的分析框架。

图：保险公司评估价值



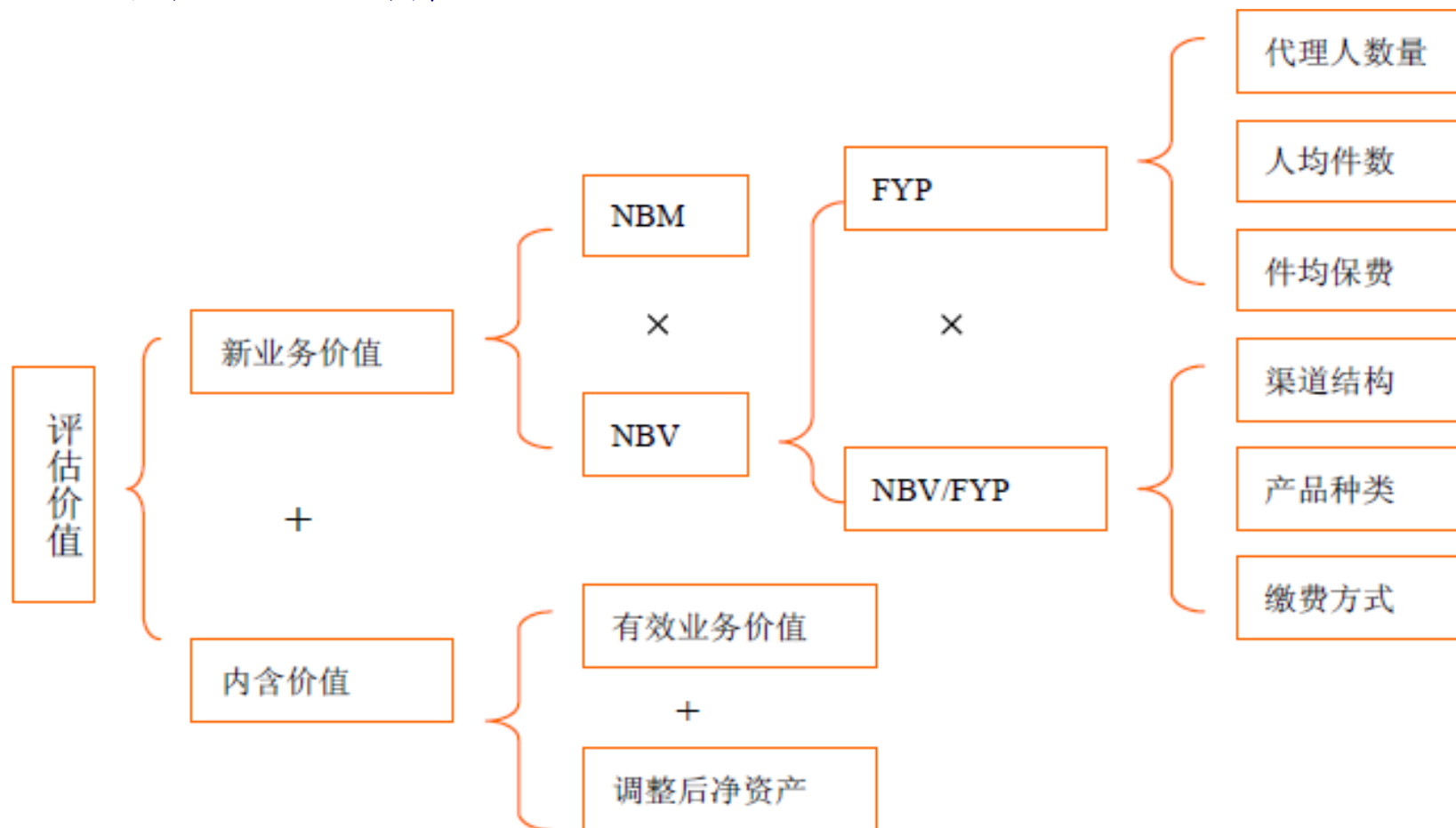
资料来源：中国平安开放日PPT《平安寿险价值深度解析》，HTI

表：估值方法优缺点

	优点	缺点
内含价值	<ul style="list-style-type: none"> ■ 真实反应公司当期的实际价值 ■ 指标相对稳定 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 依赖于评估假设 ■ 公司可以不披露方法假设 ■ 没有反应未来新业务价值
市盈率法	<ul style="list-style-type: none"> ■ 简单，易理解 ■ 结果受假设影响相对较小 ■ 与其他行业估值指标一致 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 各年间利润受股票收益影响大，AFS浮赢不进利润表 ■ 公司间业务结构期限不同
评估价值	<ul style="list-style-type: none"> ■ 反映了有效业务和未来新业务的价值 ■ 对于新成立仍处于亏损期的公司无法采用上两种方法 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 依赖于评估假设和对未来新业务预期的假设，结果对假设相当敏感 ■ 公司可以不披露方法假设 ■ 新业务乘数变动性大

2.1 保险公司评估价值

图：保险公司评估价值的计算



注：FYP为新单首年保费，NBV为一年新业务价值，NBM为新业务乘数。NBV/FYP为新单内含价值贡献率。

2.1 保险公司评估价值

期末EV = 期初EV + EV预期回报 + NBV + 营运偏差 + 投资偏差 + 假设变更及其他。

其中，EV预期回报、NBV、投资偏差的影响最大。

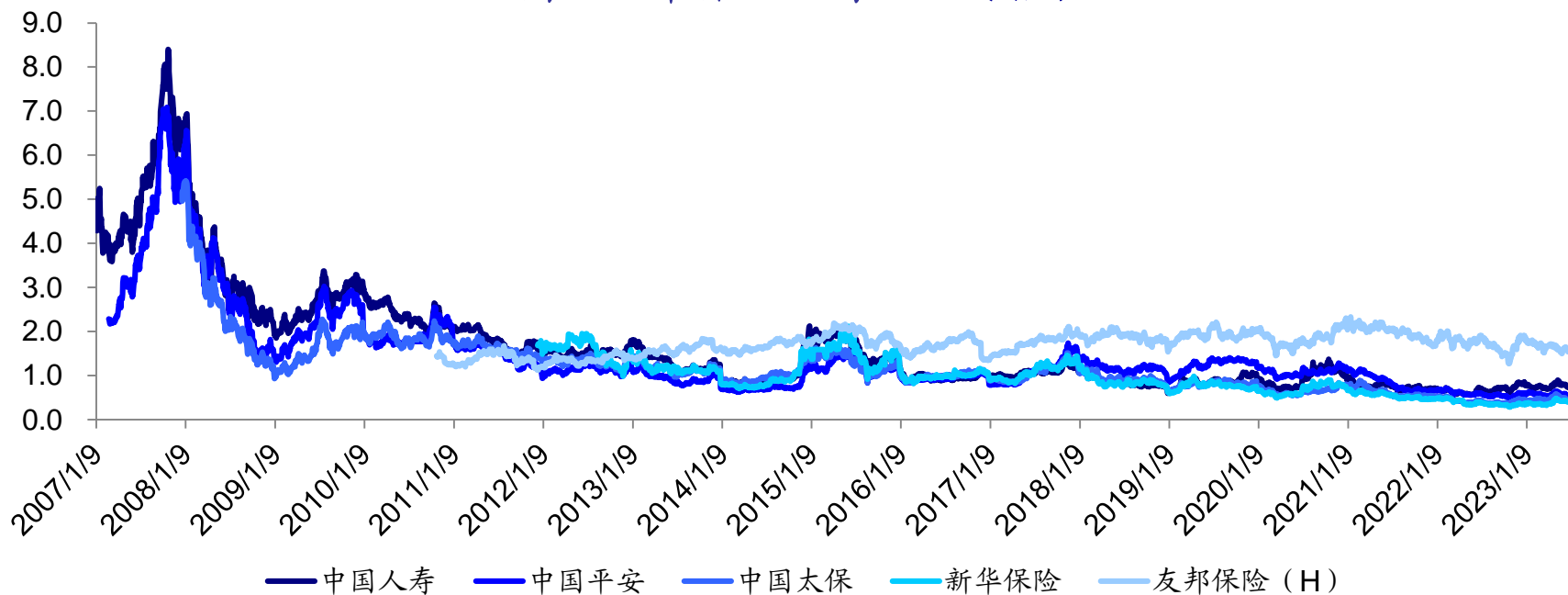
表：上市险企EV变动分析（2012-2022）

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国人寿	EV预期回报/期初EV	10.3%	10.5%	11.0%	9.9%	9.3%	8.0%	8.2%	8.4%	8.1%	7.9%	7.5%
	NBV（分散效应）/期初EV	7.1%	6.3%	6.8%	6.9%	8.8%	9.2%	6.7%	7.4%	6.2%	4.2%	3.0%
	投资偏差/期初EV	3.3%	-6.8%	11.5%	4.5%	-5.5%	-0.7%	-6.1%	4.0%	2.6%	-0.3%	-8.1%
	其他/期初EV	-5.5%	-8.7%	3.7%	1.8%	3.8%	-4.0%	-0.6%	-1.3%	-3.0%	0.4%	-0.1%
	合计	15.3%	1.4%	32.9%	23.2%	16.4%	12.6%	8.3%	18.5%	13.8%	12.2%	2.3%
中国平安	EV预期回报/期初EV	6.3%	5.8%	5.8%	5.4%	4.9%	5.0%	5.5%	5.8%	5.5%	5.3%	5.1%
	NBV（分散效应）/期初EV	6.9%	6.5%	6.7%	6.8%	12.4%	13.8%	11.3%	9.0%	4.8%	3.3%	2.4%
	投资偏差/期初EV	-3.0%	0.5%	6.5%	2.5%	-0.1%	4.7%	-1.5%	3.2%	-0.5%	-1.9%	-2.9%
	其他/期初EV	11.0%	2.6%	20.1%	5.8%	-1.9%	5.9%	6.2%	1.8%	0.8%	-1.6%	-2.6%
	合计	21.3%	15.3%	39.2%	20.5%	15.3%	29.4%	21.5%	19.8%	10.6%	5.1%	2.0%
中国太保	EV预期回报/期初EV	6.7%	6.6%	7.1%	7.5%	6.7%	7.0%	7.1%	7.0%	6.9%	6.7%	6.3%
	NBV（分散效应）/期初EV	6.1%	5.5%	6.0%	6.9%	11.1%	12.1%	10.2%	7.9%	5.0%	3.2%	2.0%
	投资偏差/期初EV	0.4%	-2.3%	4.2%	2.0%	-0.5%	0.4%	0.1%	1.5%	1.6%	-0.3%	-3.6%
	其他/期初EV	5.9%	-3.1%	1.4%	3.6%	2.3%	-3.1%	0.0%	1.5%	2.5%	-1.0%	3.8%
	合计	19.1%	6.7%	18.6%	20.0%	19.6%	16.4%	17.5%	17.8%	16.0%	8.5%	8.5%
新华保险	EV预期回报/期初EV	9.9%	10.1%	12.1%	10.1%	10.7%	9.7%	9.2%	9.2%	8.8%	8.0%	7.7%
	NBV（分散效应）/期初EV	9.1%	7.4%	7.6%	7.8%	10.1%	9.3%	8.0%	5.6%	4.5%	2.5%	0.9%
	投资偏差/期初EV	-0.2%	-0.4%	18.0%	9.2%	-4.3%	0.2%	-3.8%	4.8%	4.3%	-0.6%	-6.9%
	其他/期初EV	-2.7%	-3.9%	-5.3%	-5.9%	8.7%	-0.7%	-0.5%	-1.2%	-0.3%	-2.4%	-3.0%
	合计	16.1%	13.3%	32.4%	21.1%	25.3%	18.6%	12.8%	18.4%	17.3%	7.6%	-1.3%

2.2 保险公司估值

国寿、平安、太保股价在2007年牛市行情推动下，估值达到顶峰；2008股市异常波动及2010-2013行业基本面恶化，估值逐步回调，2014年初平均P/EV估值仅为0.9x；2016年初回升至1.0x，2016末-2017年初短暂向下调整，于2017年4月开始回升，并出现史上最大独立行情；2018年以来回调。近两年受疫情影响，目前平均PEV约0.60倍，处于历史底部。

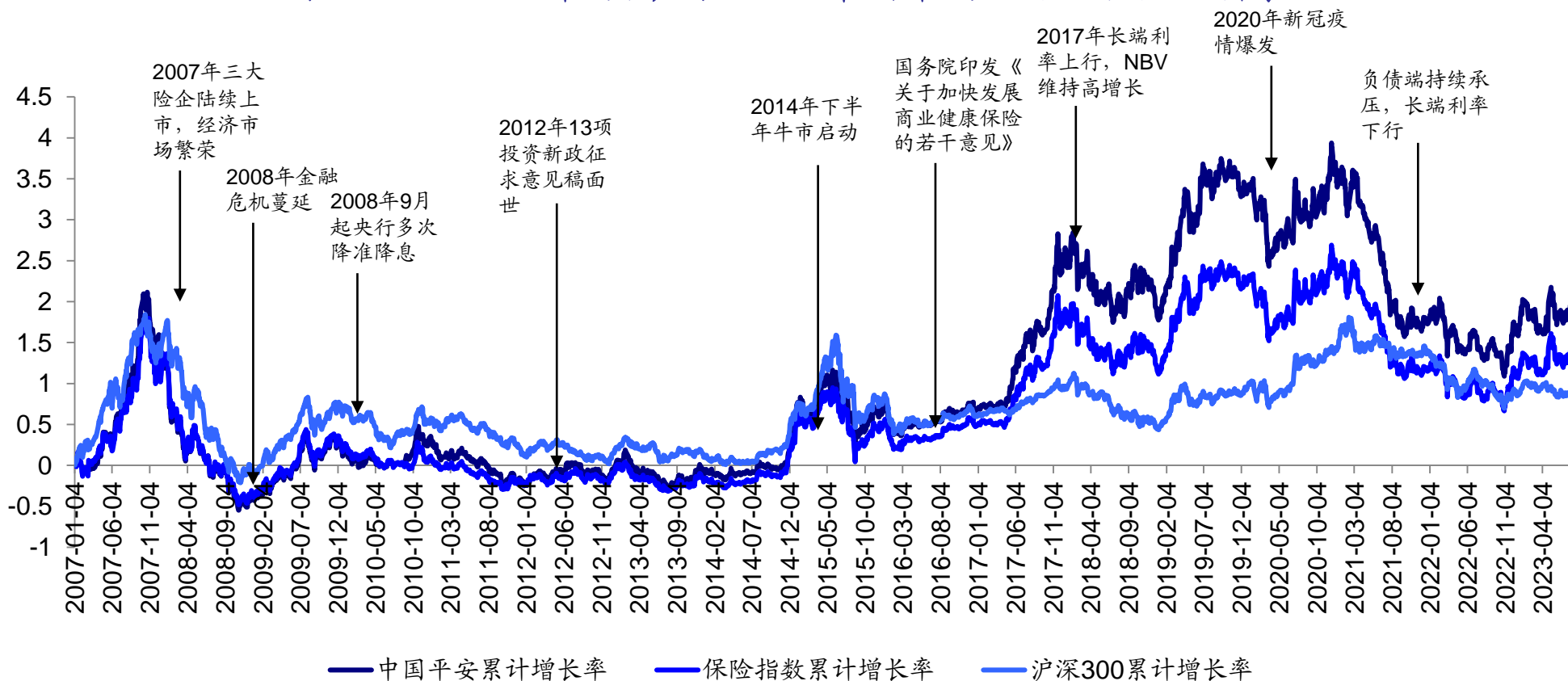
图：上市保险公司PEV（倍）



2.2 2007-2023年7月保险股价走势

自保险股2007年A股上市以来，2007-2023年7月的16年时间，保险指数累计上涨141%，同期沪深300指数上涨89%。保险板块相对收益为整，跑赢同期指数，中国平安有一定正向相对收益。

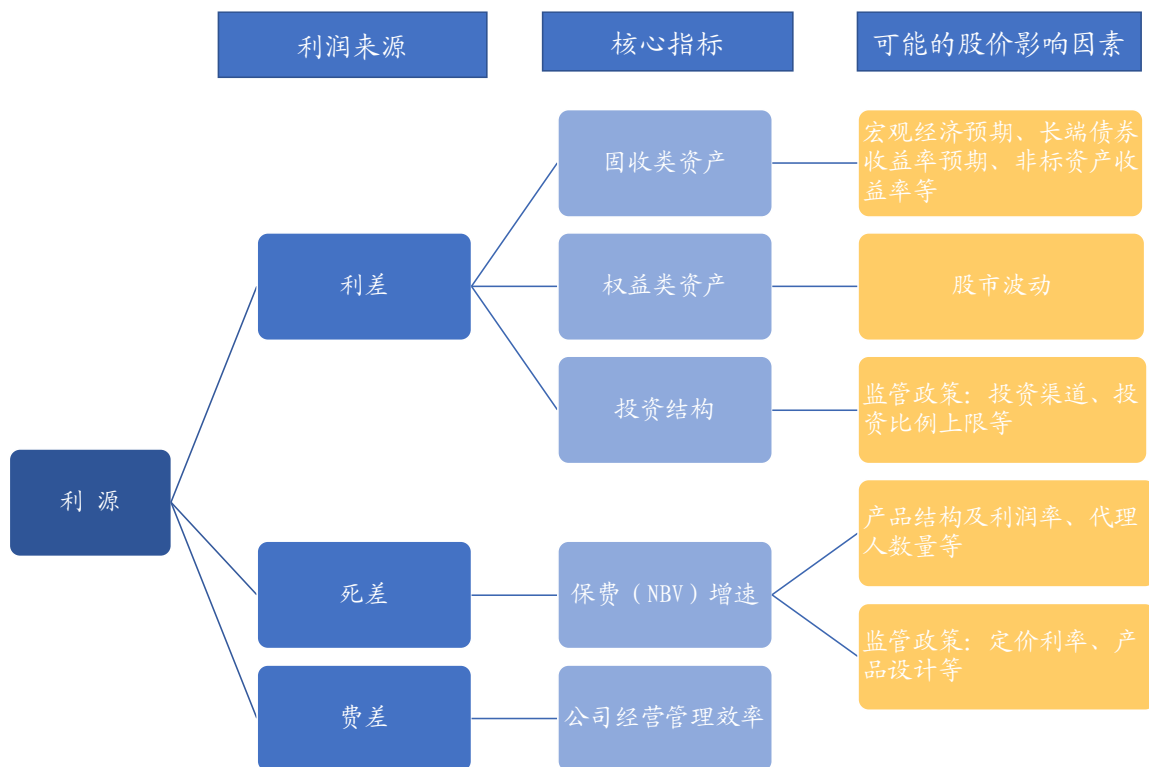
图：2007-2023年7月沪深300、中国平安、保险指数股价表现



2.3 保险股价影响因素

➤ 保险公司利润来源可以分为利差、死差和费差，行情主要受到相关因素影响。

- 利差：长端利率水平、股市投资收益、保险产品定价利率等。
- 死差：新单保费与NBV增速、产品结构及利润率等。
- 费差：保险公司经营效率，保险产品导向变化等。

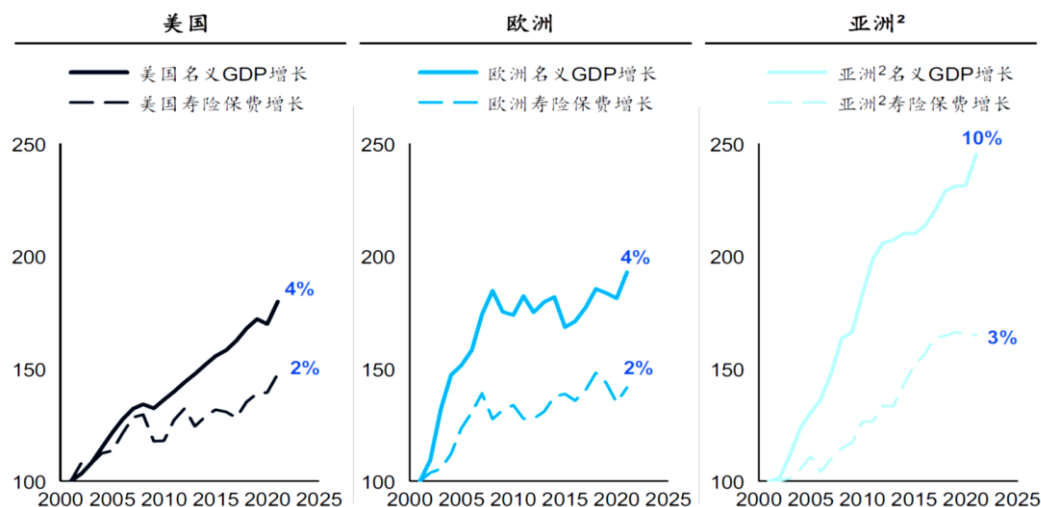


3.1 全球寿险业均面临挑战和变革

➤ 《麦肯锡全球保险业报告（2023）：重塑人寿保险》

- **提升盈利能力是共通话题：**纵观过去20年多年，美国、欧洲、亚洲寿险行业在扣除股本成本后，并不能保证每年都有正向的盈利回报，存在强烈的周期性，降低了寿险行业相较于其他行业在资本回报的吸引力。
- **转型是一种动态、长期成长性思维：**无论是美国寿险公司引入私募资本、向第三方分销的结构转变，还是跨国险企重新思考与评估“全球保险公司”的意义，转型永远不是“一劳永逸”，而是一种动态的长期成长性思维。

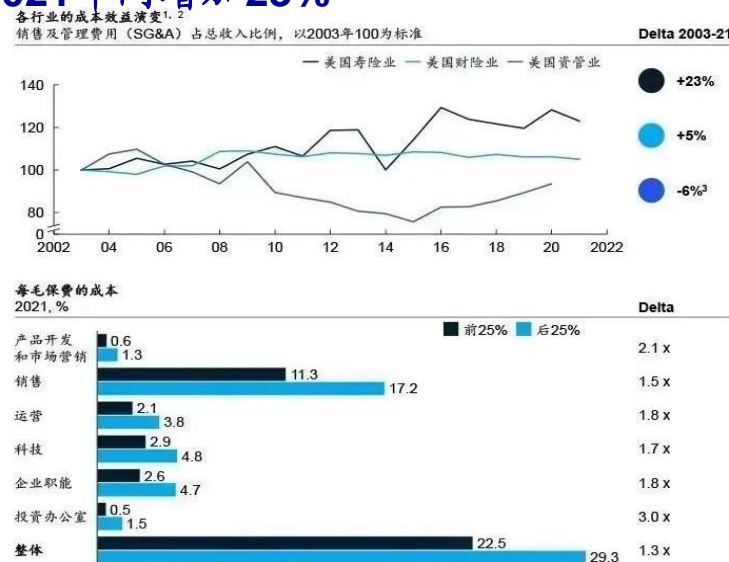
图：全球寿险保费增速低于名义GDP增速（指数化，n=100）



1. 数据截止至2022年8月。
2. 不含日本。

资料来源：美联储经济数据 (FRED)；宏观趋势 (Macrotrends)；标普 Capital IQ Pro

图：美国寿险公司的成本收入比2003-2021年间增加23%



3.2 产品创新的重要性提高，但价值新支柱尚未

- 随着竞争加剧、信息传播速度加快、客户认知提升，虽然销售渠道仍然重要，但产品设计的重要性将持续提升。
- 从美国保险产品的发展经验来看，经历了从“保险保障”到“储蓄投资”再到“健康管理”的全过程。
- 未来寿险行业长期增长靠什么？
- 我们预计，未来国内产品将加大“带有一定保障功能的储蓄类产品”的开发力度，如近期的增额终身寿险。并提高长期医疗险、护理险等产品重视程度。

图：美国人寿保险主要险种变迁



3.2 产品创新的重要性提高，但价值新支柱尚才

表：保险公司主力增额终身寿产品对比

保险公司	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	人保寿险
产品名称	臻享传家	盛世金越（尊享版）	长相伴（盛世版）	鑫荣耀	福泽世家
投保年龄	出生28天-70周岁	出生28天-75周岁	出生5天-72周岁	出生30天-70周岁	出生28天-74周岁
缴费期限	3/10/20年交	趸交/3/5/10/15/20年	趸交/3/5/10/20年	趸交/3/5/10/15/20年	趸交/3/5/10/15/20/30年
保障期间	终身				
保额增长系数	3.5%				
保险责任	身故/高度残疾保险金： 18岁前：max（已交保费，现金价值、高度残疾保险金额） 18岁后：max（已交保费*1.6/1.4/1.2倍，现金价值，有效保额） 航空意外伤害保险金	身故保险金： 18岁前：max（已交保费，现金价值） 18岁后：max（已交保费*1.6/1.4/1.2倍，现金价值，有效保额）	身故/全残保险金： 18岁前：max（已交保费，现金价值） 18岁后：max（已交保费*1.6/1.4/1.2倍，现金价值，有效保额）	身故/全残保险金： 18岁前：max（已交保费，现金价值） 18岁后：max（已交保费*1.6/1.4/1.2倍，现金价值，有效保额） 特定交通意外关爱金： 18岁后：额外赔付1.5倍基本保额	身故/全残保险金： 18岁前：max（已交保费，现金价值） 18岁后缴费期内：max（已交保*1.6/1.4/1.2倍，现金价值） 18岁后缴费期满后： max（已交保费*1.6/1.4/1.2，现金价值，有效保额）

- 友邦保险在2023年“开门红”期间推出可以带病投保的重疾险——如意悠享系列产品。
- 友邦首推专为次标体人群定制的终身重疾险，投保年龄为30-65岁。核心保障覆盖重疾、轻症、全残、身故的保险金；核保流程全面简化，健康告知仅三条。缴费期内可享受如意愈从容重疾专案管理服务。
- 30岁男性20年缴50万保额，保费为14450元/年，而同条件下“友如意安心版”标准体重疾险20年缴，每年保费11250元/年。

图：友邦推出健康告知更宽松的重疾险



3.2 康养服务等重资产业务成为大势所趋

- 保险公司必须延伸寿险产业链，提供差异化、精细化、专业化服务，才能在竞争中立于不败之地。
- 2000年后，美国寿险保费收入增速放缓，管理式医疗取代费用报销型，推动健康险快速发展。联合健康是在此过程中的佼佼者，形成了健康保险业务UnitedHealthcare和健康服务业务Optum，“保险+健康服务”的双轮模式打通了各种类型的健康险客户、医疗机构、药企、技术公司、政府等部门，形成规模效应。

表：美国联合健康“保险+医疗”双轮驱动模式

保险业务板块 United Healthcare	为个人、企业以及参与美国医保各项计划的会员提供全方位的健康保险计划。截至2022年底UnitedHealthcare的服务网络中包括170万名医生和其他医疗保健专业人员，以及6400多家医院和其他医疗机构。	UnitedHealthcare Employer & Individual	为美国全国范围内不同规模的企业雇主、公共部门雇主和个人消费者提供全面的健康保障计划和服务。
		UnitedHealthcare Medicare & Retirement	为50岁及以上的个人客户提供健康和保障服务，满足他们对预防性及急性医疗保障的需求。
		UnitedHealthcare Community & State	致力于为各州的保障计划服务，以照顾经济上处于不利地位、可获得的医疗服务不足的个人，以及没有企业提供的医疗保障的人。
		UnitedHealthcare Global	为国际市场的客户提供健康保险计划、护理交付服务、福利计划以及风险解决方案，同时也为当地的企业、政府等机构提供服务。
健康服务板块 Optum	旨在实现医疗卫生系统现代化并改善整体人口健康状况。截止2021年，Optum服务了1.27亿个人用户、美国90%的医院、90%的财富100强企业、80%的健康保险公司、90家生命科学公司以及美国24个州和特区政府。	OptumHealth	通过搭建医疗保健平台满足1亿消费者的身体、情感和健康相关的财务需求，帮助患者解决复杂病症、慢性病，管理其健康行为，提供客户所在地的初级、专科、外科和紧急护理，并通过先进的按需数字医疗技术（例如远程医疗和远程患者监控、创新的医疗保健金融服务等）为消费者提供服务。
		OptumInsight	汇集了先进的分析技术和医疗保健专业知识，提供集成服务和解决方案，可以对来自内外部的健康险相关数据管理和分析，提供临床表现和质量改进、医疗机构收入管理、成本控制、合规等方便的技术解决方案。
		OptumRx	负责联合健康的药品福利管理业务（PBM），涵盖67000多家零售药店、多个送货上门、专科和社区健康药店的网络。

3.3 坚定精细化经营，提升队伍整体质态

- 持续推动队伍高质量转型，产能和收入持续提升。
- 中国平安持续推动“4渠道+3产品”的改革战略，坚定“三高”队伍转型方向。2022年末公司代理人中大专及以上学历占比同比+3.4pct，2022年新增人力中“优+”占比+14.1pct。
- 2022年平安代理人人均月收入同比+22.5%，人均NBV同比+22.1%。其中，潜力队伍人均NBV与收入分别同比+25%、+32%，扭转了2021年的下滑趋势，钻石队伍人均NBV同比+14%。

图：2022年中国平安代理人渠道改革情况

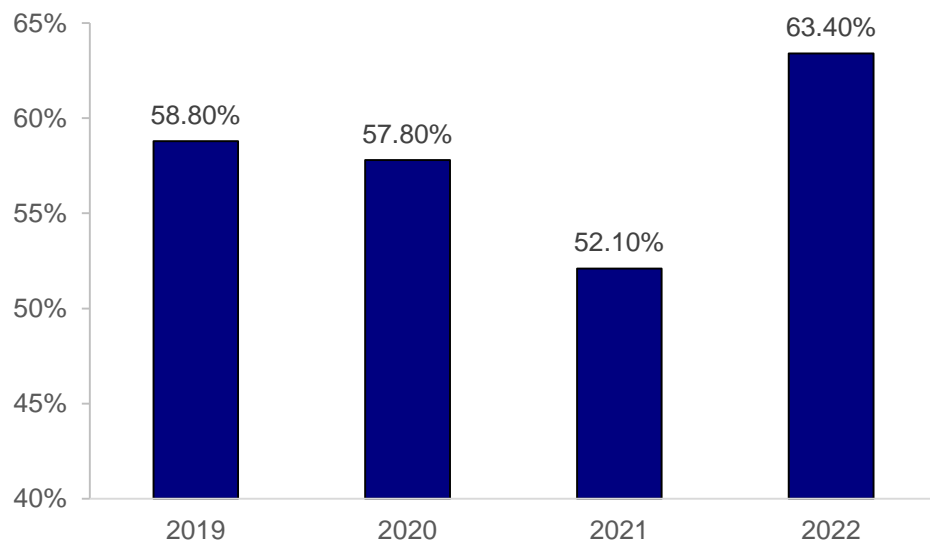


3.3 坚定精细化经营，提升队伍整体质态

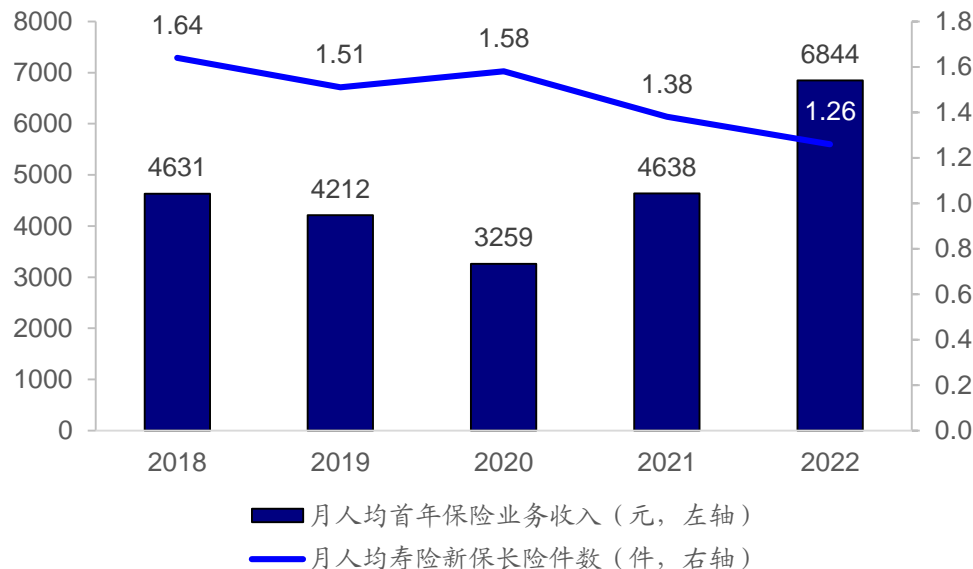
➤ 持续推动队伍高质量转型，产能和收入持续提升。

- 中国太保长航行动取得初步成果，人均产能明显提升。2022年末公司人力达 24.1 万人。代理人月均举绩率同比+11.3pct 提升至 63.4%。月人均首年保险业务收入 6844 元，同比+47.6%；其中核心月人均首年保险业务收入 28261 元，同比+31.7%，核心人力月人均首年佣金收入 4134 元，同比增长 10.3%。
- 业务品质有所改善。2023年Q1末中国太保个人寿险客户 13 个月保单继续率 95.9%，同比提升 6.8 个百分点。

图：中国太保2022年代理人月均举绩率明显改善



图：2022年中国太保代理人产能明显提升



3.3 发力健康管理，带动寿险获客及黏客

- 目前部分保险公司已通过打通保险、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。
- 中国平安依托乐享RUN、尊享RUN、尊享RUN PLUS覆盖不同客群需求。“保险+健康管理”方面，2022年平安寿险已累计服务约1859万客户，活跃使用医疗健康服务客户的客均合同数和客均AUM分别是不使用医疗健康服务客户的1.6倍、3.0倍。
- 中国太保发布首个健康服务品牌“太医管家”，截至2022年末注册用户超过300万人。公司筹建的广慈纪念医院已正式开业，同时还推出了定制化健康险产品“家安芯”，实现专人专病管理式医疗及非标体健康险产品创新突破。

图：中国平安医疗服务生态示意



图：中国太保大健康养布局



资料来源：中国太保2022年业绩推介材料，中国平安2021全年业绩推介材料，HTI

3.3 布局保险+养老服务，探索居家养老新蓝海

- 中国平安着力推动“保险+养老服务”，提供全生命周期的健康养老保障。
- 保险+高端养老：主要以提供高端化商业养老社区为主，重点布局一线、新一线城市。颐年城社区已布局深圳、广州两个项目，逸享城产品线于2022年10月对外发布，首个项目落子佛山。
- 保险+居家养老：推出“平安管家·一站式居家养老服务”，构建智能管家、线上管家、家庭医生三位一体的专业管家系统。平安管家于2022年1月上线，截至2023年Q1末已布局47个城市，上海颐年城项目于2023年2月正式对外发布。

图：中国平安“居家养老”服务内容



资料来源：中国平安2022年业绩PPT，HTI

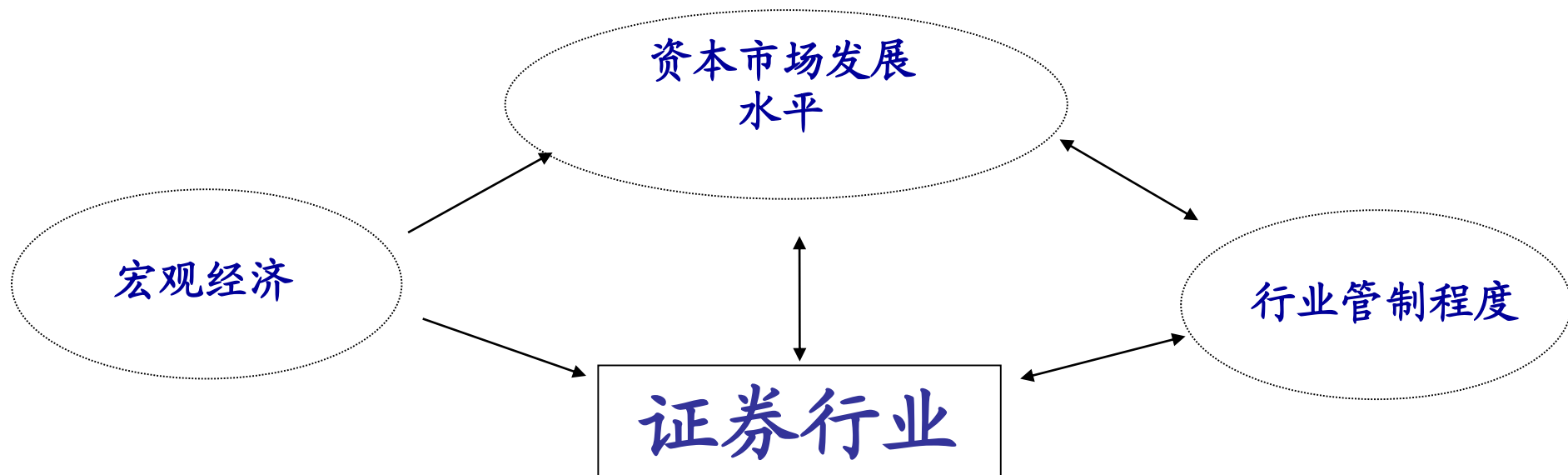
- 风险提示:
- 长端利率趋势性下行，股市下跌，新单保费不及预期

证券行业研究方法

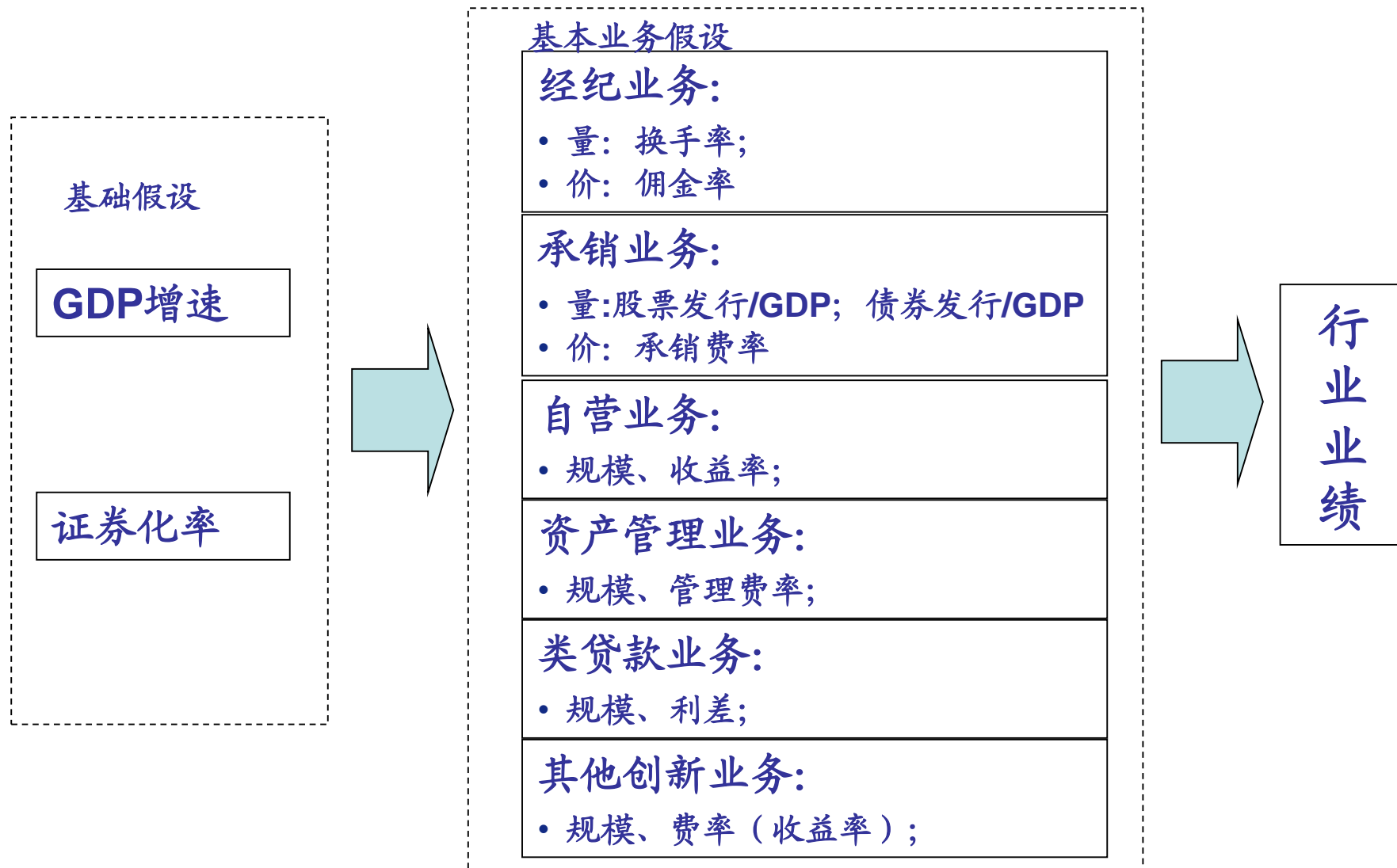
1. 证券行业发展的三因素模型
2. 行业的分析逻辑和驱动因素
3. 上市公司的分析逻辑
4. 证券公司加快转型创新

风险提示：市场低迷导致业绩和估值双重下滑。

1 证券行业发展的三因素模型

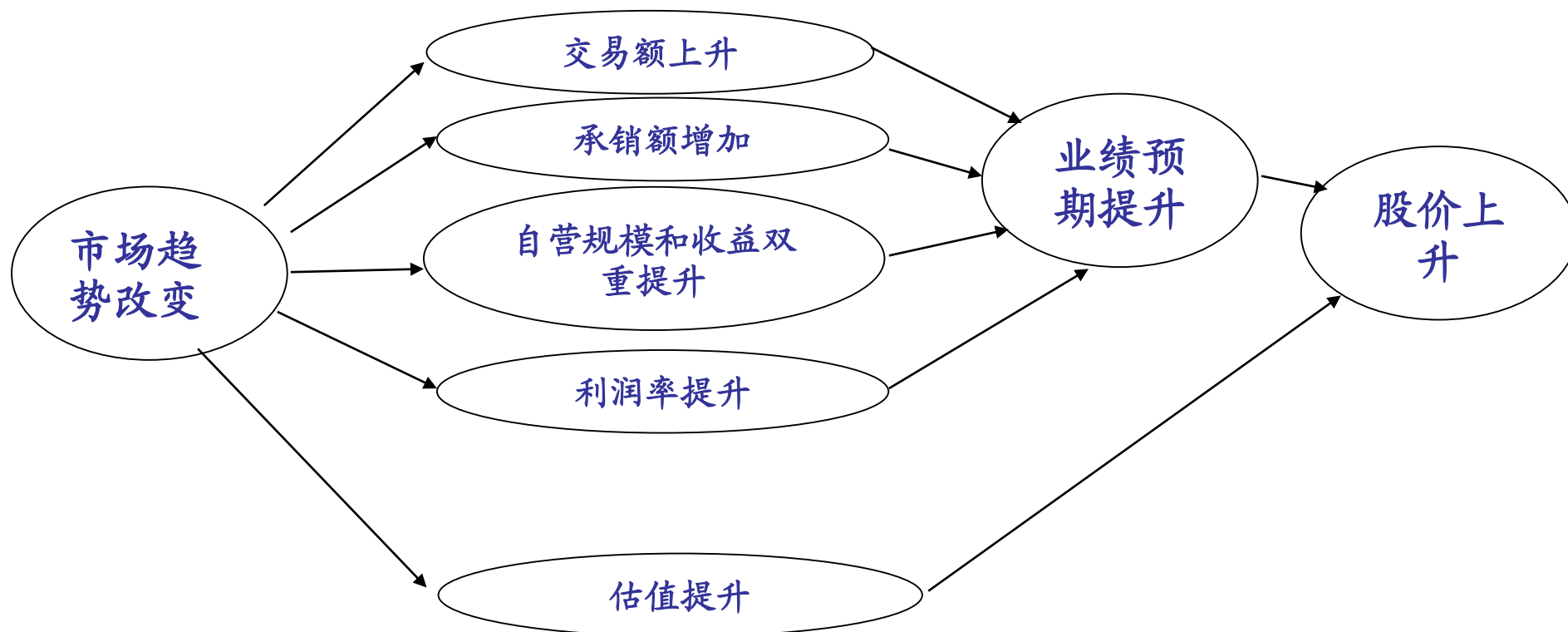


2.1 行业的分析逻辑



2.2 行业的驱动因素

(1) 市场趋势：永远的驱动力！

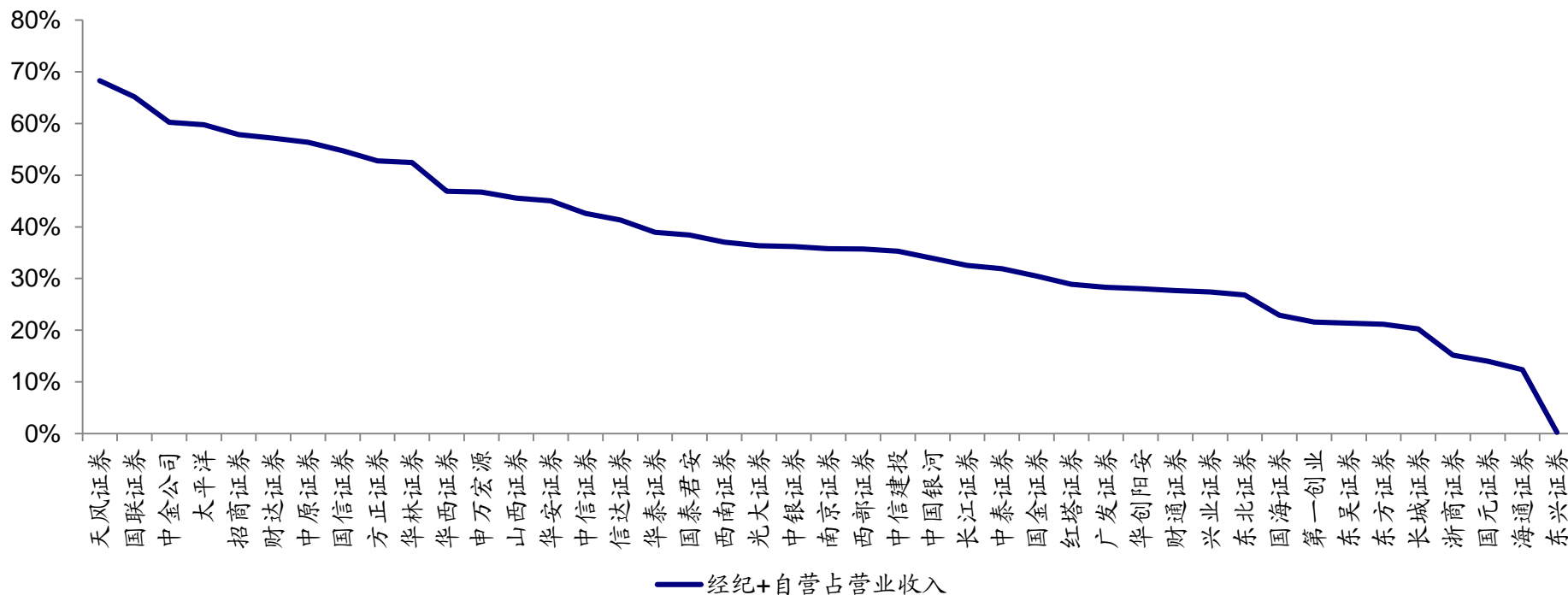


2.2 行业的驱动因素

(1) 市场趋势：永远的驱动力！

- 关注弹性：经纪+自营

图：（经纪+自营）/营业收入（2022年）

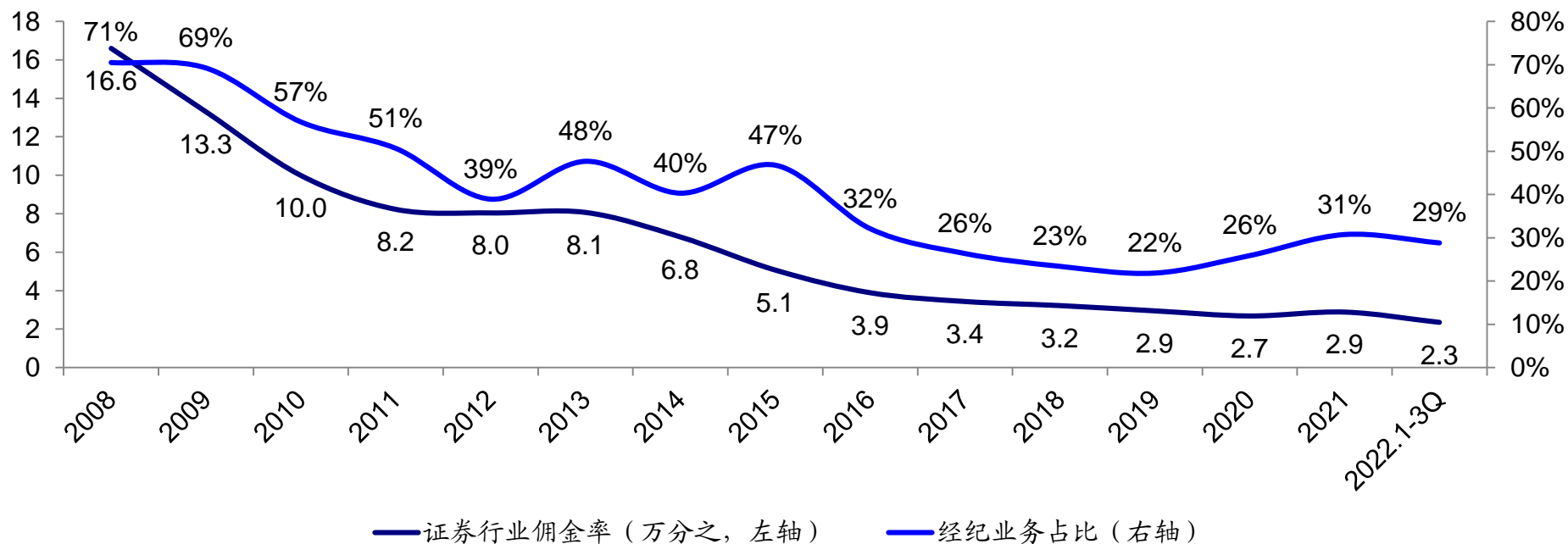


2.2 行业的驱动因素

(1) 市场趋势：永远的驱动力！

- 由于佣金率的下滑和创新业务的发展，传统业务收入占比下滑，市场趋势驱动力下滑
- 受网上开户政策、一人多户政策和互联网金融的影响，证券行业佣金率持续下降，截至2022年三季度末，佣金率已下滑至**0.023%**。

图：证券行业佣金率



(2) 行业创新：新的驱动力！

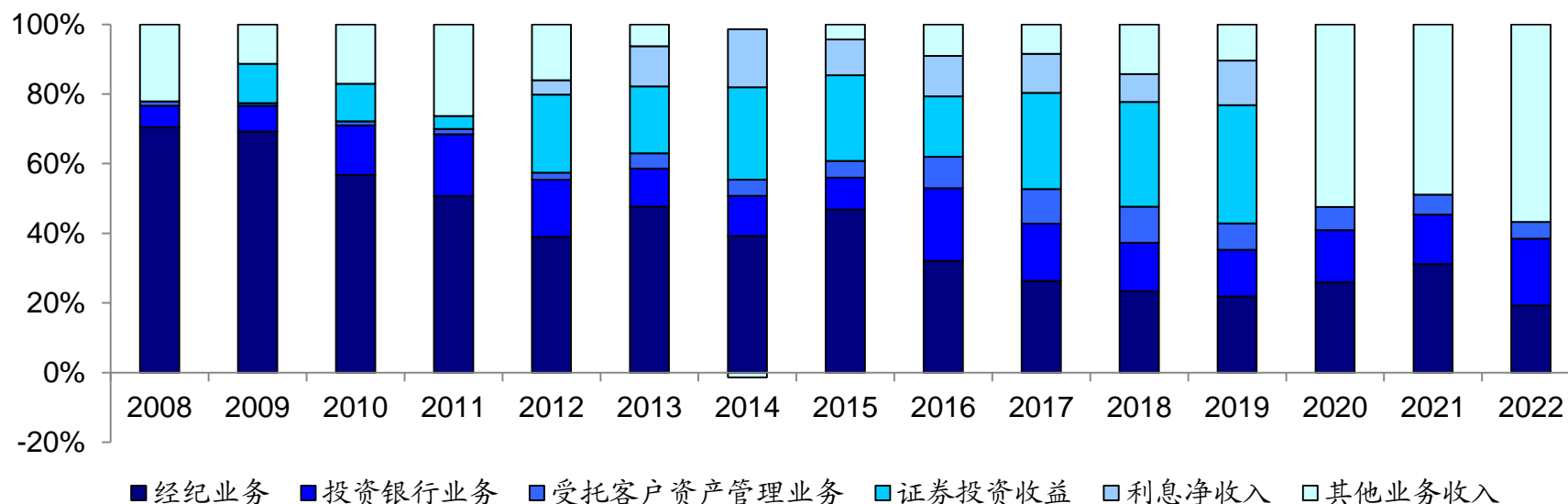
- 资本中介业务：例如融资融券、股权质押、约定购回、做市等。可以提供稳定息差收入，使得证券公司能够获得稳定的较高的ROA。
 - 资本型业务：例如创新的自营投资工具、直接投资、另类投资等。扩大券商的投资范围，在控制风险的前提下提高投资收益率。
 - 扩大债务融资工具范围和调整净资产的计算方法：使得券商可以更多的运用债务融资工具融资，从而提高杠杆率。
- ◆ 因此，行业创新的核心是提高证券公司的ROE水平，从而提高行业的估值中枢。

2.2 行业的驱动因素

(2) 行业创新：新的驱动力！

中国券商收入结构正在逐步多元化，资管、资本中介等业务均具有较大发展空间。我们预计，未来随着资本市场改革深入、衍生品市场发展成熟等，做市业务、财富管理有望成为券商业绩持续增长点，券商ROE亦有望持续提升。

图：证券行业收入结构

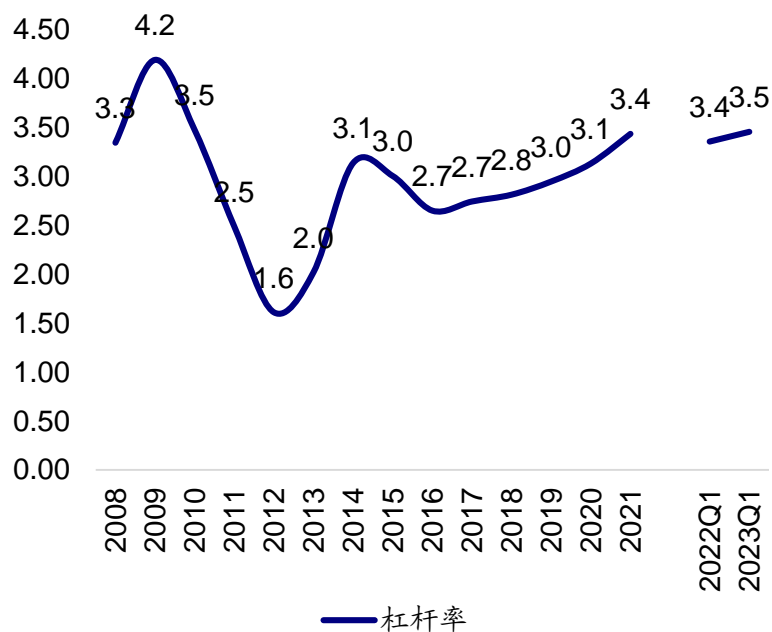


2.2 行业的驱动因素

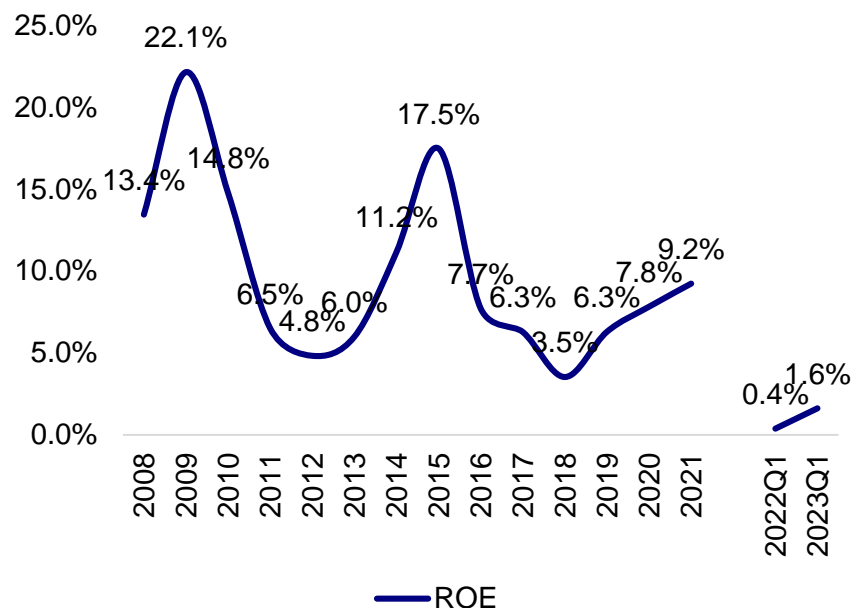
(2) 行业创新：新的驱动力！

国内券商杠杆率持续提升，ROE趋于稳定，大型券商ROE显著高于行业。

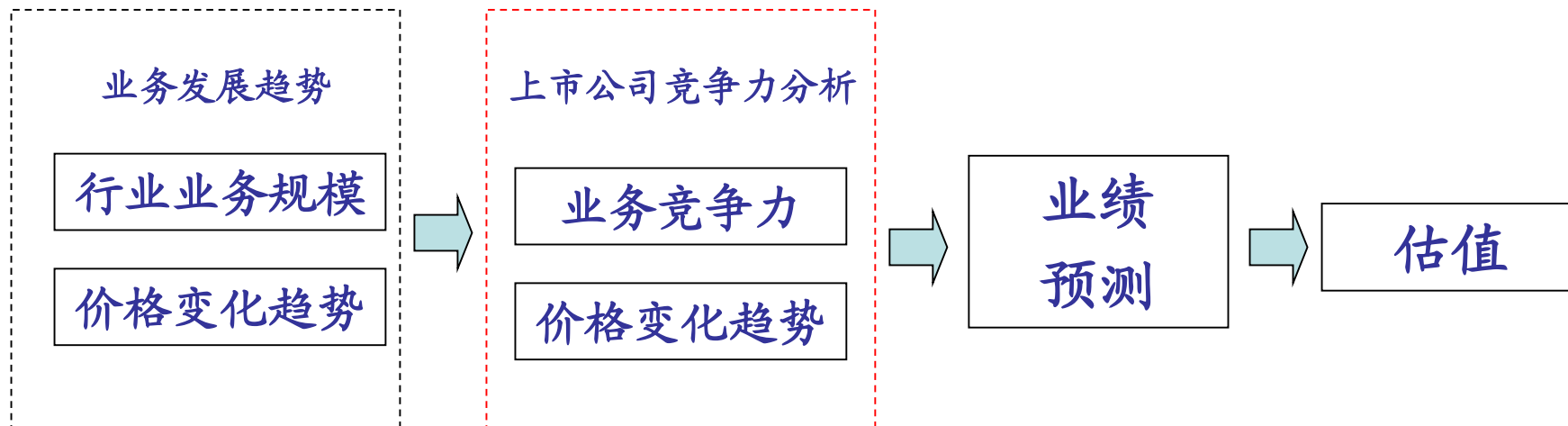
图：证券行业杠杆率（倍）



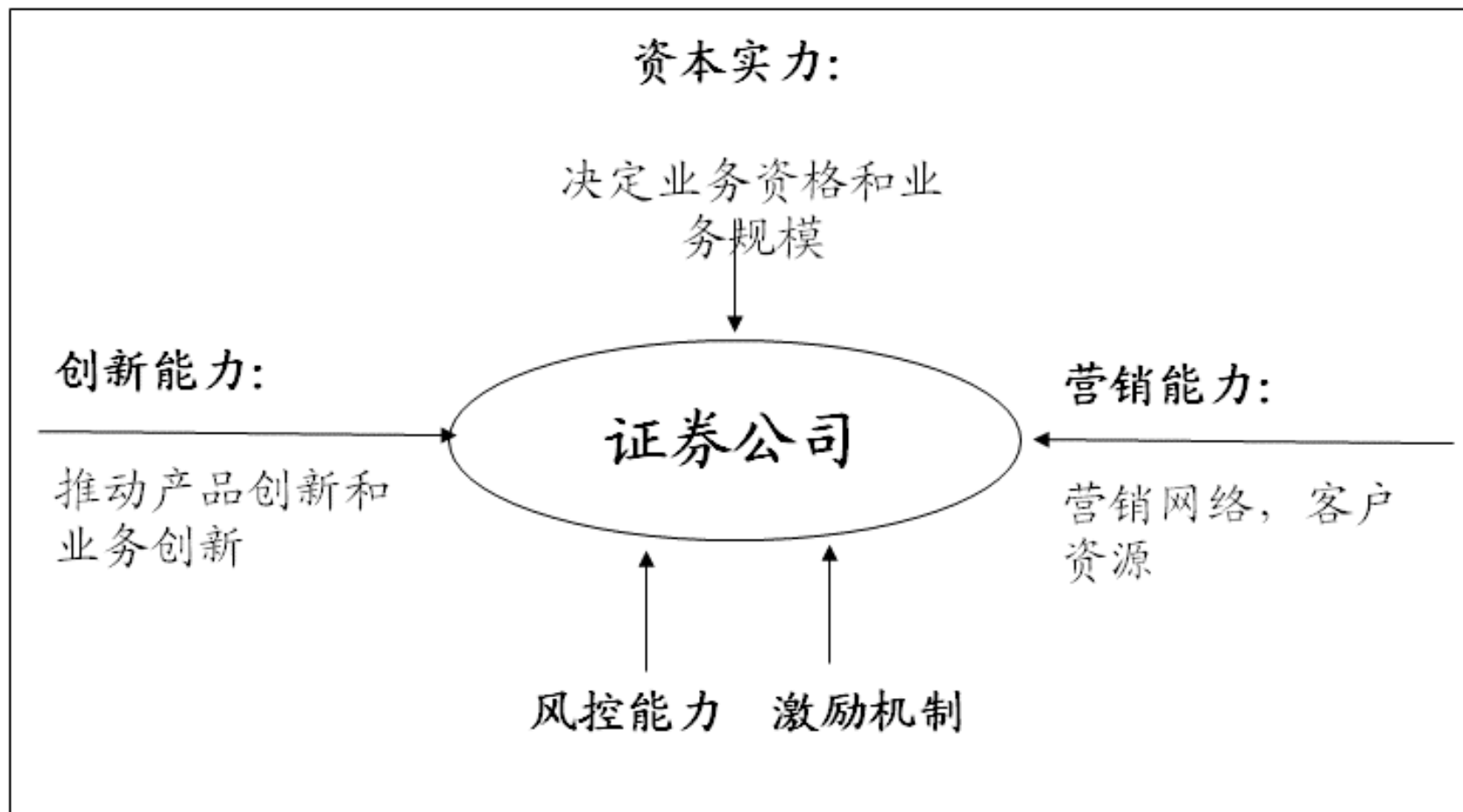
图：证券行业ROE

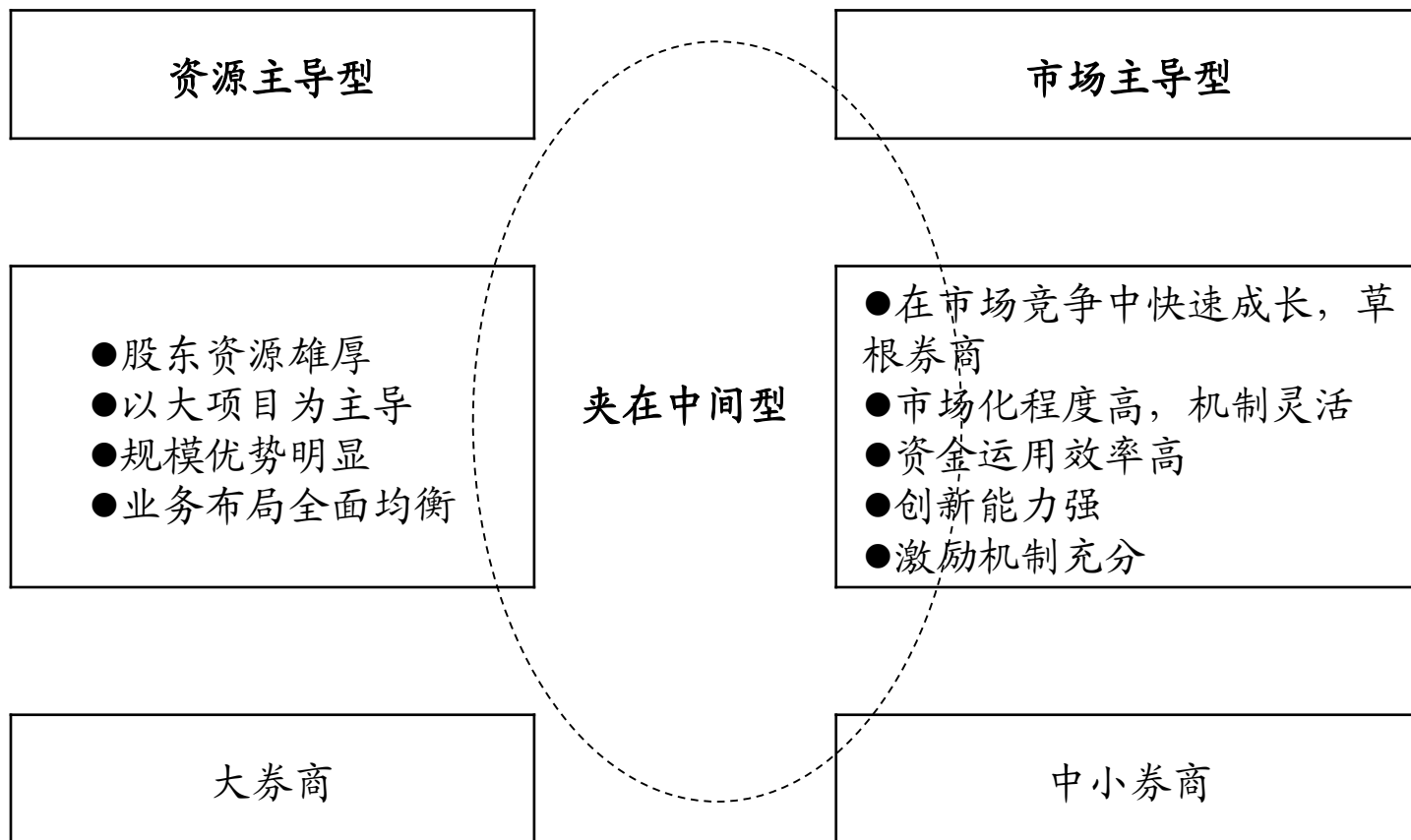


3 上市公司的分析逻辑



3.1 上市公司的分析逻辑——核心竞争力模型



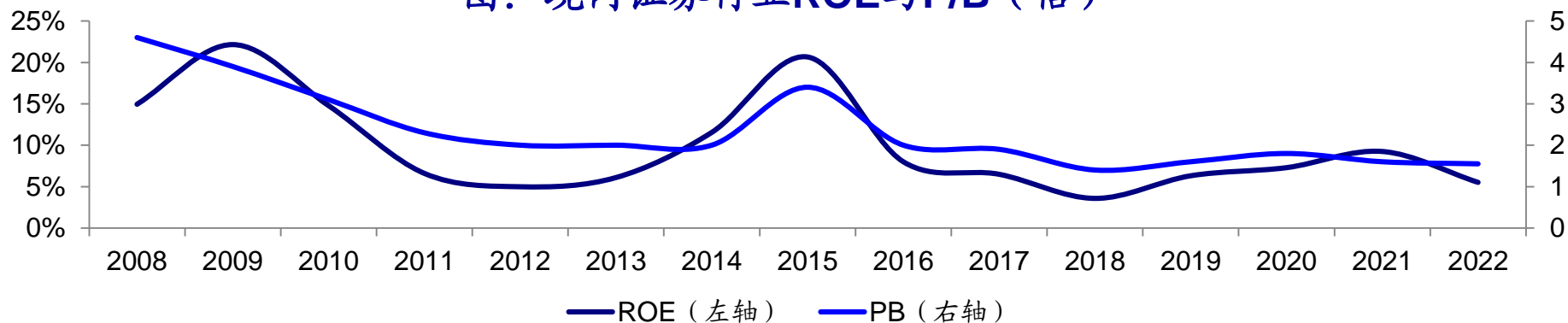


- 主要指标体系：
 - 资金：净资本，净现金
 - 业务：市场份额(经纪、承销、资管、融资融券等)，费率；
业务规模（自营、直投、另类投资等），收益率
 - 业绩：ROE，净利润率
 - 估值：PB，PE

3.4 中国券商15年业务复盘：业务结构变化影

- 券商ROE随业务结构的转变发生变化。
- 2012年券商创新大会以前，券商主要是轻资产业务，依靠券商牌照来实现收益。手续费类业务对资本金消耗的需求不高，较高的费率使得券商在2010年以前ROE均处于较高水平。
- 随着2012年券商创新大会举办，资本中介业务进入快速增长期。该类业务主要依靠券商自身资产的扩张，获取利差为主要经营模式。实际上从资本使用率角度来看，以两融和股票质押为主的资本中介类业务并未能反映行业核心竞争力，券商ROE下降。
- 2019年以来，在权益市场结构性牛市持续以及财富管理的催化下，券商ROE有所回升。

图：境内证券行业ROE与P/B（倍）



- 风险提示:
- 市场低迷导致业绩和估值双重下滑。

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，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.

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601456.CH, 601995.CH, 601688.CH 和 601377.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 601456.CH, 601995.CH, 601688.CH and 601377.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 601456.CH, 601995.CH, 601688.CH and 601377.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.

601628.CH, 601336.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601319.CH, 1299.HK, 601456.CH, 601995.CH, 600999.CH, 601375.CH, 600909.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601211.CH, 600369.CH, 601788.CH, 民生中信建投南昌3号定向资产管理计划, 601881.CH, 000783.CH, 600109.CH, 000776.CH, 601377.CH, 002797.CH, 601555.CH, 600958.CH, 601878.CH 及 000728.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。

601628.CH, 601336.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601319.CH, 1299.HK, 601456.CH, 601995.CH, 600999.CH, 601375.CH, 600909.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601211.CH, 600369.CH, 601788.CH, 民生中信建投南昌3号定向资产管理计划, 601881.CH, 000783.CH, 600109.CH, 000776.CH, 601377.CH, 002797.CH, 601555.CH, 600958.CH, 601878.CH and 000728.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.

601456.CH, 601995.CH, 600999.CH, 600909.CH, 600030.CH, 601211.CH, 600369.CH, 601788.CH, 601066.CH, 601881.CH, 600109.CH, 000776.CH, 601108.CH, 601377.CH, 601555.CH 及 600958.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。

601456.CH, 601995.CH, 600999.CH, 600909.CH, 600030.CH, 601211.CH, 600369.CH, 601788.CH, 601066.CH, 601881.CH, 600109.CH, 000776.CH, 601108.CH, 601377.CH, 601555.CH and 600958.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从601628.CH, 601336.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601319.CH, 1299.HK, 601995.CH, 600999.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601211.CH, 经查，统计期内有期货交易，601788.CH, 000783.CH, 600109.CH, 000776.CH, 601377.CH, 600958.CH 及 601878.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 601628.CH, 601336.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601319.CH, 1299.HK, 601995.CH, 600999.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601211.CH, 经查，统计期内有期货交易，601788.CH, 000783.CH, 600109.CH, 000776.CH, 601377.CH, 600958.CH and 601878.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.

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.

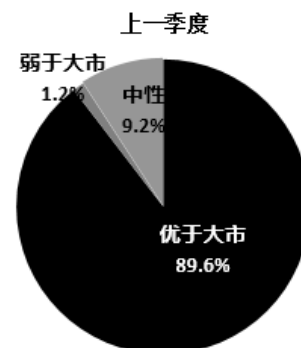
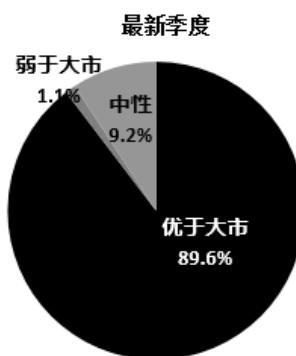
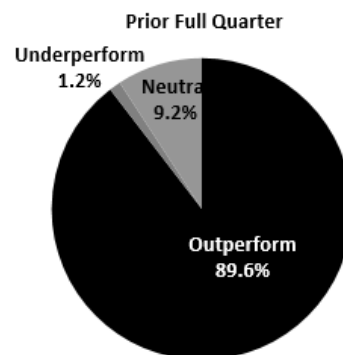
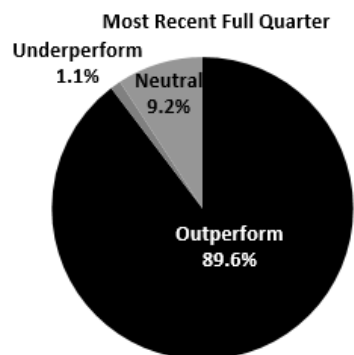
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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，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 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, 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

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。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

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. 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

“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>