

## 借鉴去年 10 月底看行业轮番修复

Yugen Xun  
yugen.xun@htisec.com

Amber Zhou  
amber.lh.zhou@htisec.com

### 投资要点:

- **核心结论:** ①这次行情修复节奏可参考 22 年 10 月底, 都是预期很低时政策面转暖, 上次从地产到消费再到科技成长。②724 中央政治局会议后, 地产、券商已率先表现, 比较行业超额收益、基金配置结构, 消费性价比较好。③股市走向基本面驱动, 与经济高相关行业中消费持续性更好, 科技依然是中期主线。
- **回顾 22/10 后行业轮番修复的路径。** ①22 年 10 月底-12 月初: 地产政策优化的催化下, 地产链相关行业率先修复。2022 年 11 月央行和银保监会联合下发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》, 随后地产政策三箭齐发为房地产基本面企稳托底。在积极政策的催化下, 地产链行情开始展开。②22 年 11 月-23 年 1 月: 防疫政策优化, 扩消费政策推出, 消费接力上涨。22 年 11 月防疫政策优化逐渐落地, 随着防疫政策不断优化, 人流出行也快速恢复。疫情达峰和出行数据回升催化下, 消费行业明显上涨。③22 年 12 月末之后: 产业政策频出推升对成长板块的预期, 科技成长开始表现。
- **这次地产券商率先上涨, 消费性价比凸显。** 回顾去年 10 月底之后从地产券商到消费, 再到科技成长的行业修复路径, 可以发现政策是驱动行业轮番表现的重要变量。今年 7 月 24 日政治局会议之后市场转向积极, 地产链和券商首先领涨。地产链和券商领涨的背后是政治局会议对房地产和资本市场的表述较为积极, 后续的接续政策也不断出台落地。那么后续哪些板块还值得关注? 超额收益维度, 行业相对大盘的超额收益存在周期往复的特征, 当一个行业大幅跑赢大盘后其超额收益会阶段性趋于收敛, 而前期超跌的消费或迎来机会。基金配置维度, 公募基金在已连续 4 个季度加仓 TMT, 同时也在减仓顺周期板块, 消费、能源材料和金融地产板块的持仓比例在下滑。未来一段时间公募基金等机构的持仓也有望趋于均衡, 资金有望流入顺周期行业。
- **重视基本面改善的消费。** 顺周期行业中重点关注消费, 短期经济修复催化且中长期趋势仍向好。短期市场有望再均衡, 顺周期行业消费最值得关注。未来随着相关政策的发力, 我们预计 A 股食品饮料、医药生物、餐饮旅游等消费板块的 23 年盈利有望改善。除了短期政策有望带来催化外, 中长期视角下, 迈向中等发达国家的过程中消费存在升级的趋势, 同时在共同富裕背景下收入结构改善有望驱动消费不断升级。科技依然是中长期主线, 关注业绩兑现方向。借鉴 13-15 年 TMT 行情经验, 在经历了第一波估值抬升行情后, 未来数字经济板块或将进入基本面驱动阶段。后续或可从政策和技术两个角度寻找订单好转、业绩显现的领域。从政策层面出发, 关注数字基建、信创等; 从技术层面出发, 关注人工智能、消费电子及上游半导体等领域。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

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

## 目 录

---

1. 市场策略：借鉴去年 10 月底看行业轮番修复.....	4
1.1 回顾 22/10 后行业轮番修复的路径.....	4
1.2 这次地产券商率先上涨，消费性价比凸显.....	5
1.3 重视基本面改善的消费.....	7
2. 估值跟踪：银行、建筑等估值较低.....	10

## 图目录

图 1	22 年 10 月底-12 月初，地产链相关行业率先修复	5
图 2	22 年 11 月-23 年 1 月期间，消费接力上涨	5
图 3	22 年 11 月-12 月国内人流量迅速恢复	5
图 4	阳性人数 12 月 22 日达到高峰后逐步下降	5
图 5	22 年 12 月末之后，科技成长开始表现	5
图 6	7 月政治局会议后地产链和券商明显上涨	6
图 7	政治局会议后医药等消费行业涨幅较小	6
图 8	前期 TMT 已经录得较多正超额收益	7
图 9	多数顺周期行业的负超额收益较为明显	7
图 10	公募基金连续 4 个季度加仓 TMT	7
图 11	公募基金减仓消费板块	7
图 12	公募基金减仓能源与材料板块	7
图 13	公募基金减仓金融地产板块	7
图 14	本轮库存周期或将于 23Q2 见底	8
图 15	预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上	8
图 16	23 年 A 股 ROE 有望持续改善	8
图 17	消费子行业的归母净利增塑有望迎来改善	9
图 18	医药基本面有望迎来改善	9
图 19	23 年一季度居民收入信心指数和消费意愿有所恢复	9
图 20	美国人均 GDP 突破 1 万美元后消费加快升级	9
图 21	消费各行业整体配置和估值均不高	9
图 22	ChatGPT 在推出仅两个月后月活用户已经突破 1 亿	10
图 23	我国 AI 芯片规模不断提升	10
图 24	政策支持下数据中心市场规模快速扩容	10
图 25	我国数据要素市场将保持快速增长	10
图 26	各行业 PE 最新值 (TTM)	11
图 27	各行业 PB 最新值 (LF)	11
图 28	各行业 PE 历史分位水平 (05 年以来)	11
图 29	各行业 PB 历史分位水平 (05 年以来)	11

7月24日政治局会议的积极政策提振了市场信心，A股迎来一波修复行情。这与去年10月底时地产和防疫政策相继优化，A股走出市场底部比较相似。本文回顾去年10月底之后各行业的修复路径，展望A股市场后续行情演绎方式。

## 1. 市场策略：借鉴去年10月底看行业轮番修复

### 1.1 回顾22/10后行业轮番修复的路径

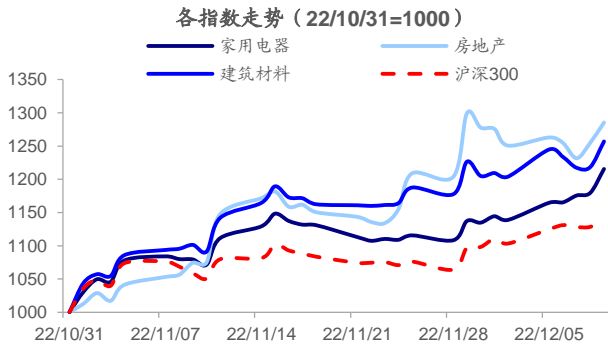
我们在《旭日初升——2023年中国资本市场展望-20221203》中提出，从估值、风险溢价、股债收益比、破净率等多个指标来看，22年10月末时A股市场情绪已经处在大的底部区域，随后在积极的政策催化下宏观预期转向，推动22/10后A股上涨行情的展开。本部分我们首先回顾22/10后行业修复的路径和背后原因。

**22年10月底-12月初：地产政策优化的催化下，地产链相关行业率先修复。**2022年11月央行和银保监会联合下发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，随后地产政策三箭齐发为房地产基本面企稳托底。第一支箭是信贷支持，国有六大行向优质房企提供万亿规模授信额度；第二支箭是民企债券融资支持工具，11月8日交易商协会继续推进并扩大了民营企业债券融资支持工具；第三支箭是地产企业股权融资支持，11月28日证监会宣布优化五项措施打开房企股权融资通道。尽管这一阶段地产数据尚未修复，但在积极政策的催化下，地产链行情开始展开，2022/10/31-2022/12/09期间，房地产涨幅为28.5%（相对沪深300超额收益为14.6个百分点，下同），建材涨幅为25.7%（11.8个百分点）、家电涨幅为21.6%（7.6个百分点）。

**22年11月-23年1月：防疫政策优化，扩消费政策推出，消费接力上涨。**22年11月防疫政策优化逐渐落地，11月11日优化疫情防控二十条措施公布，12月7日新十条措施在二十条的基础上进一步优化。随着防疫政策不断优化，人流出行也快速恢复，23城地铁客运量周同比从11月底的-40%上升至12月初的36%，国内航班执行数量周同比由11月底的-33%上升至12月初的72%。此外，12月中央经济工作会议要求把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务消费。同时，12月国内疫情快速达峰，根据中国疾控中心，国内每日核酸检测阳性数在12月22日达到高峰（694万）后逐步下降。疫情达峰和出行数据回升催化下，消费行业明显上涨，2022/11/28-2023/01/09期间，食品饮料涨幅为21.1%（相对沪深300超额收益为13.6个百分点，下同），商贸零售为9.0%（1.5个百分点），社会服务为12.2%（4.7个百分点）。

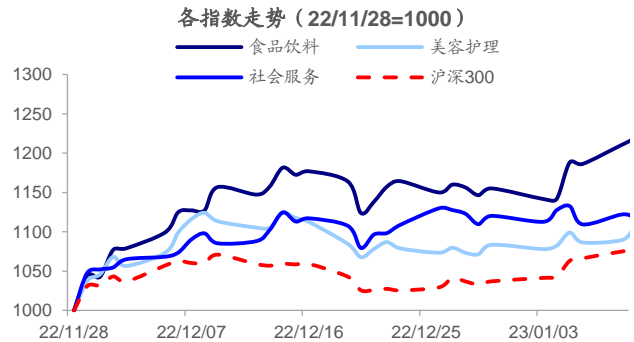
**22年12月末之后：产业政策频出推升对成长板块的预期，科技成长开始表现。**22年12月中央经济工作会议要求大力发展数字经济，并提出支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。此外，12月19日中共中央、国务院发布的“数据二十条”将进一步发挥数据要素市场价值，促进数字经济和实体经济的发展融合。因此，22/12后TMT等成长行业涨幅领先，22/12/23-23/04/04期间，计算机涨幅为46.2%（相对沪深300超额收益为39.0个百分点，下同），通信为36.9%（29.7个百分点），传媒为41.6%（34.4个百分点）。

图1 22年10月底-12月初，地产链相关行业率先修复



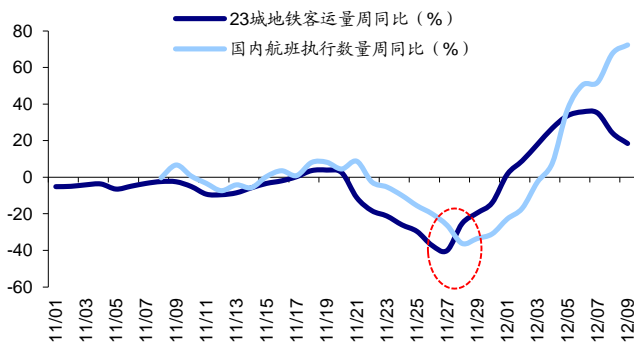
资料来源: Wind, HTI

图2 22年11月-23年1月期间，消费接力上涨



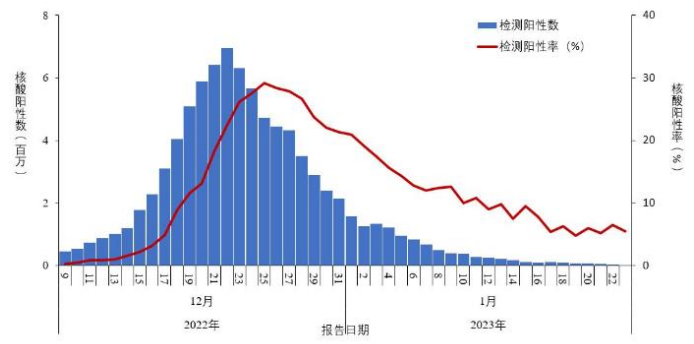
资料来源: Wind, HTI

图3 22年11月-12月国内人流量迅速恢复



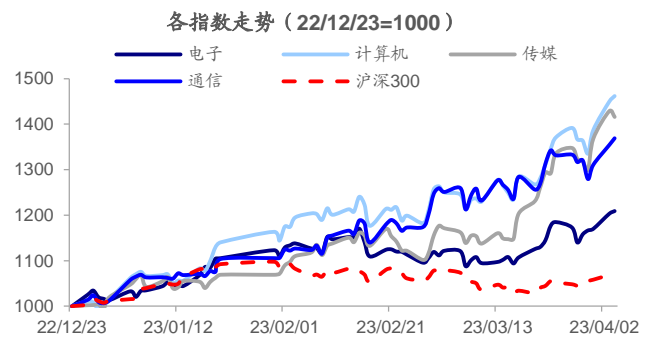
资料来源: Wind, HTI

图4 阳性人数12月22日达到高峰后逐步下降



资料来源: 中国疾控中心, HTI

图5 22年12月末之后，科技成长开始表现



资料来源: Wind, HTI

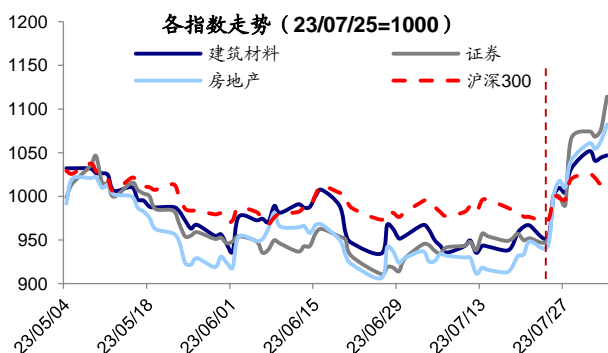
## 1.2 这次地产券商率先上涨，消费性价比凸显

回顾去年10月底之后从地产券商到消费，再到科技成长的行业修复路径，可以发现政策是驱动行业轮番表现的重要变量。今年7月中旬，A股估值、风险溢价率、股债收益比、换手率等指标已接近历史低位，市场情绪较为低迷，而7月24日的政治局会议定调积极，会议后A股市场也转向积极。

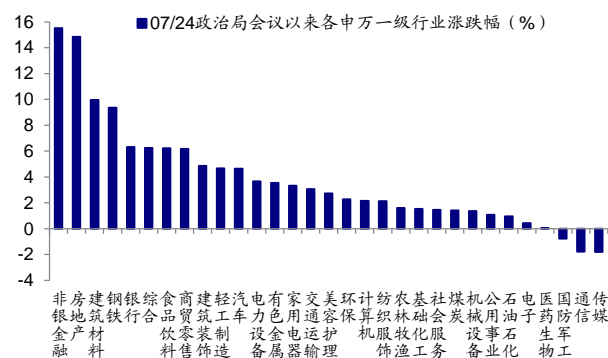
政治局会议后市场转向积极，地产链和券商首先领涨。7月24日政治局会议有多处亮点，一是会议对经济和政策的定调更为积极，会议指出“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，并强调下半年将“加大宏观政策调控力度”，“加强逆周期调节和政策储备”；二是对资本市场的表述更为积极，去年4月政治局会



议提出“保持资本市场平稳运行”，随后的三次政治局会议均未提及“资本市场”，而本次会议指出“活跃资本市场，提振投资者信心”；三是地产方面，会议指出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”；四是将扩内需和促消费放在更重要的位置，会议提出“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用”。行业表现上，政治局会议后地产链和券商上涨明显，23/07/25-23/08/03 房地产涨幅为 8.2%（相对沪深 300 超额收益为 5.9 个百分点，下同）、建筑材料为 4.7%（2.4 个百分点）、券商为 11.4%（9.1 个百分点）。地产链和券商领涨的背后是政治局会议对房地产和资本市场的表述较为积极，后续的接续政策也不断出台落地。例如地产方面，7 月 27 日住建部部长倪虹表示将落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。资本市场方面，近期证监会召集了头部券商，就政治局会议提出的“活跃资本市场，提振投资者信心”广泛征求了意见；8 月证券日报也发文提出适度加大融资融券力度、推动增量资金入场；经济日报也发文提出，要发挥资本市场对恢复和扩大消费的促进作用。

**图6 7月政治局会议后地产链和券商明显上涨**


资料来源: Wind, HTI

**图7 政治局会议后医药等消费行业涨幅较小**


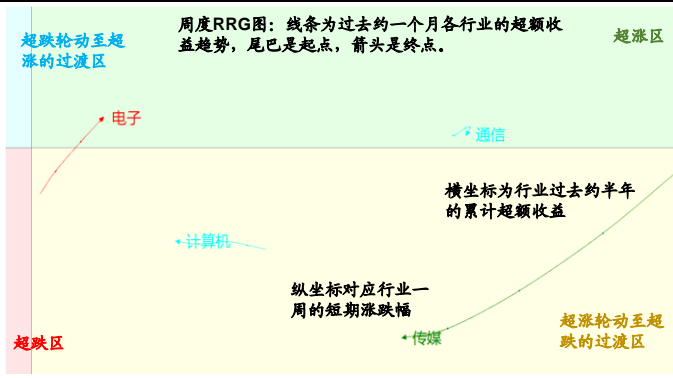
资料来源: Wind, HTI, 数据截至 2023/08/03

大类行业对比来看，消费性价比凸显。我们在《市场正在转向积极-20230729》中提出，上半年 A 股市场行业结构的偏离度较大，与宏观经济弱相关的 TMT 板块表现较强，而对经济依赖性较强的消费链、地产链等板块表现偏弱，呈现出“冰火两重天”的格局。7 月政治局会议后地产链已率先上涨，后续哪些板块还值得关注？本部分从超额收益、基金配置角度进行分析。

超额收益维度，前期超跌的消费或迎来机会。行业相对大盘的超额收益存在周期往复的特征，当一个行业大幅跑赢大盘后其超额收益会阶段性趋于收敛。我们用 RRG 模型刻画是行业相对大盘的超额收益，右上角的第一象限代表行业已经处于超涨区域，而左下角的第三象限代表行业已经处于超跌区域，剩余两个象限为过渡区。23 年 4 月电子、通信、传媒、计算机轮动到超涨区域，即 TMT 板块的历史超额收益较为明显，尽管此后 TMT 板块有所调整，但目前依然处于较高位置，相反多数顺周期行业已经轮动到超跌区域并且已经持续较长时间。7 月政治局会议后地产链相关板块已开始反弹，往后看前期涨幅不大的医药、社会服务等消费行业或迎来机会。

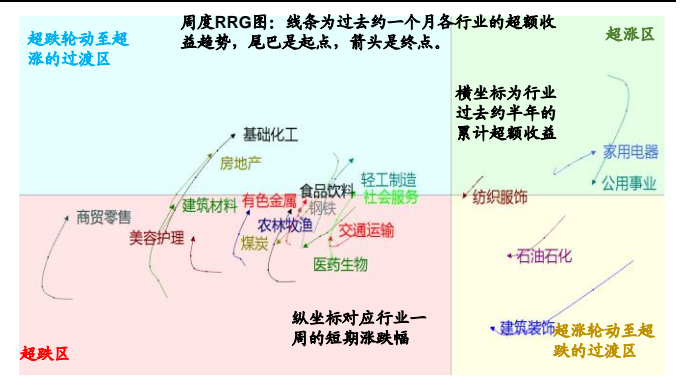
基金配置维度，机构对消费的配置力度下降至历史低位。从机构配置看，公募基金在已连续 4 个季度加仓 TMT，23Q2 基金重仓股中科技板块持股市值占比上升至 24.0%，超配比例（相对沪深 300 行业占比，下同）上升至 7.7 个百分点，目前科技板块绝对仓位已明显上升，相当于 13Q4-14Q3 水平。而截至二季度，公募基金仍在减仓顺周期板块，消费、能源材料和金融地产板块的持仓比例在下滑。其中消费板块下滑幅度最明显，23Q2 消费板块持股市值占比下降至 32.0%，超配比例下降至 7.8 个百分点，处于 13 年以来从低到高 20% 的历史分位。因此，未来一段时间公募基金等机构的持仓也有望趋于均衡，资金有望流入顺周期行业。

图8 前期 TMT 已经录得较多正超额收益



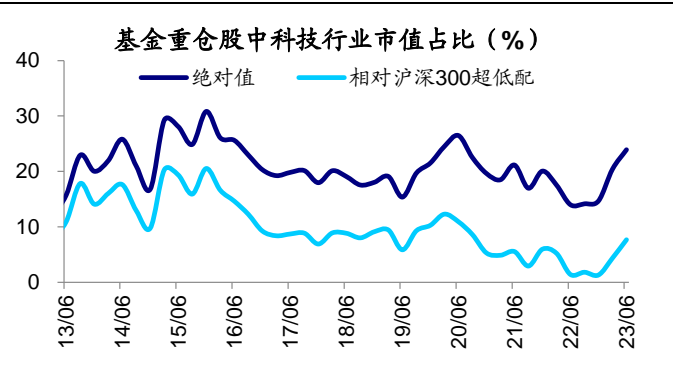
资料来源：Wind, HTI, 数据截至 2023/08/03

图9 多数顺周期行业的负超额收益较为明显



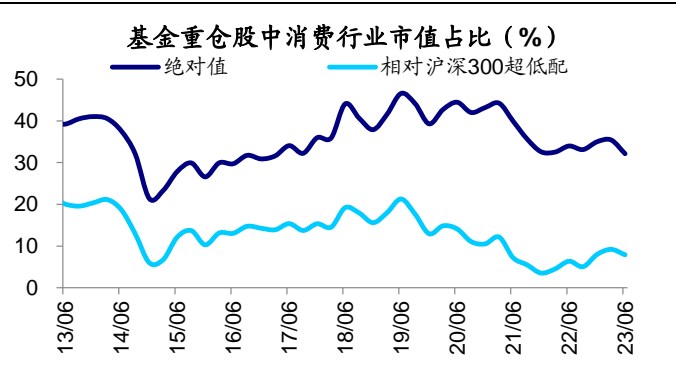
资料来源：Wind, HTI, 数据截至 2023/08/03

图10 公募基金连续 4 个季度加仓 TMT



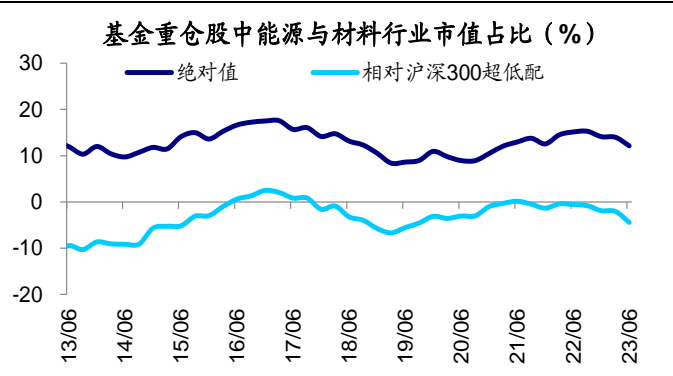
资料来源：Wind, HTI

图11 公募基金减仓消费板块



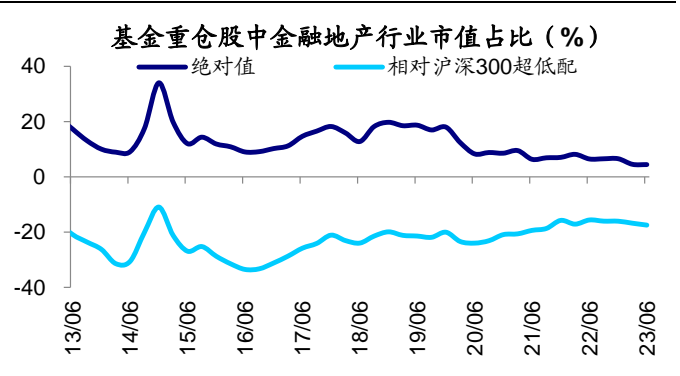
资料来源：Wind, HTI

图12 公募基金减仓能源与材料板块



资料来源：Wind, HTI

图13 公募基金减仓金融地产板块



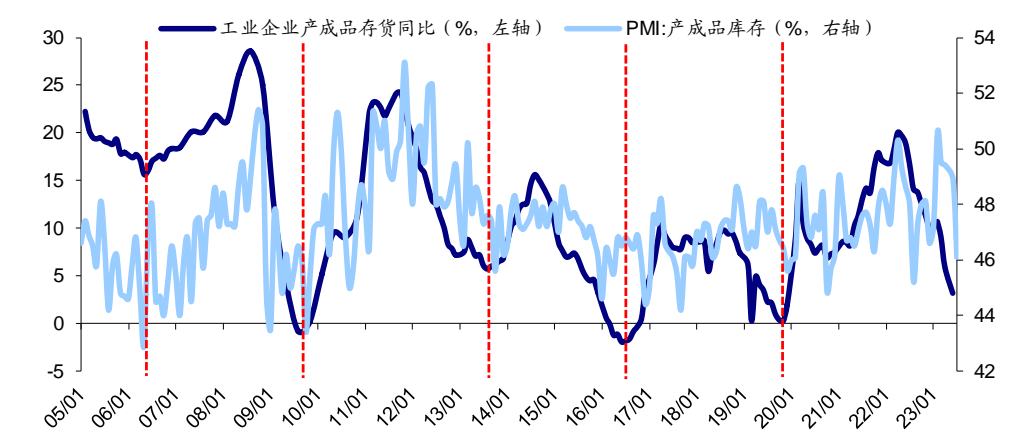
资料来源：Wind, HTI

### 1.3 重视基本面改善的消费

国内基本面稳步回升，股市将走向业绩驱动。我们在《走向业绩驱动——2023 中期股市展望-20230623》分析过，下半年市场走向业绩驱动，即基本面复苏支撑股市更好地上涨。7 月政治局会议定调加强逆周期调节之后，我们预计稳增长政策有望逐步落地。此外，2000 年至今中国经济共经历了 4 轮完整的库存周期，平均一个周期历时 39 个月。本轮库存周期始于 2019 年 3 季度末 4 季度初，高点出现在 2022 年 4 月，根据历史推断本轮库存周期或将于 23Q2 见底。下半年库存周期的见底回升是驱动我国经济修复的重要动力，我们预计经济增长有望提速，全年 GDP 同比增速有望达 5.3%。在经济回暖的背景下，我们预计 Q2-Q4 A 股盈利将稳步复苏，23 年全 A 归母净利润同比增速有望接近 10%。行业配置层面，短期来看，前期涨幅低、配置低的消费板块性价比已经凸显，且在促消费增量政策的加持下消费基本面有望进一步向上，进而推动板块行情

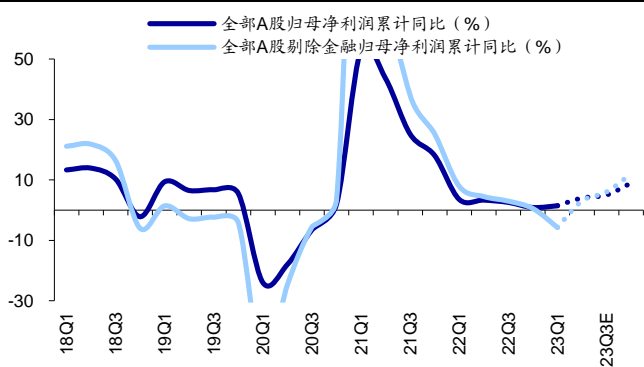
实现修复。中期维度，政策和技术催化下的数字经济仍是股市主线。

图14 本轮库存周期或将于 23Q2 见底



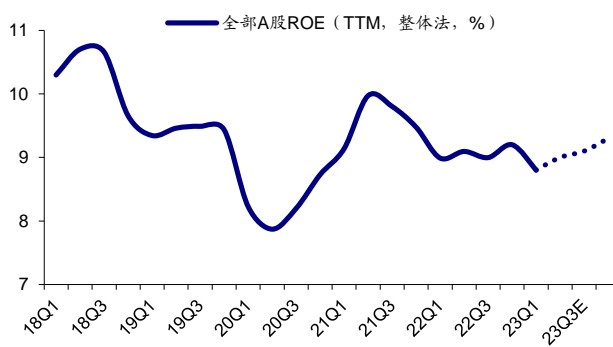
资料来源：Wind, HTI

图15 预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上



资料来源：Wind, HTI 测算

图16 23 年 A 股 ROE 有望持续改善



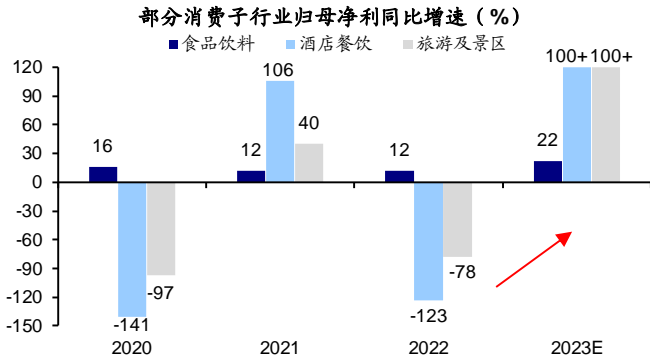
资料来源：Wind, HTI 测算

**行业层面重点关注消费，短期经济修复催化且中长期趋势仍向好。**7 月政治局会议提出要“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”、“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”。此后接续政策逐渐推出落地，7 月 28 日发改委印发《关于恢复和扩大消费的措施》，要求进一步满足居民消费需求、释放消费潜力。20 年以来我国储蓄率边际上升，当前国民总储蓄率远高于其他发达国家。未来随着相关政策的发力，居民消费潜力释放推动消费基本面回升，我们预计 A 股食品饮料、医药生物、餐饮旅游等消费板块的 23 年盈利有望改善。其中当前医药生物 PE 处于 13 年以来 12.4%分位，且医药生物各板块盈利有较大边际改善，根据海通医药分析师预测，创新药 23 年归母净利润增速将达 30%、医疗服务将达 50%，若后续行情回暖弹性可能更大。

除了短期政策有望带来催化外，中长期视角下我国消费升级趋势仍向好。一方面，我国正迈向中等发达国家，消费升级趋势有望延续。根据“十四五”规划和 2035 年远景目标，2035 年我国人均国内生产总值需要达到中等发达国家水平。借鉴美、日等发达国家经验，在人均 GDP 提升过程中，消费都存在升级的趋势。2022 年中国服务业增加值占比为 52.8%，服务性消费支出占比为 43.2%，对比海外发达国家，中国未来提升空间较大。因此，在我国迈向中等发达国家的进程中，随着人均 GDP 逐步提升，消费升级依然是重要的趋势。另一方面，国家近年来屡次出台重要文件和指示，扎实推进共同富裕的实现。共同富裕背景下，中等收入群体扩容有利于释放消费潜能，城乡差距缩小也有助于提升农村居民消费水平。整体而言，后续随着我国经济基本面不断修复，叠加中长期消费升级趋势，我们认为前期跌幅较大且估值较低的消费板块有望迎来反转。

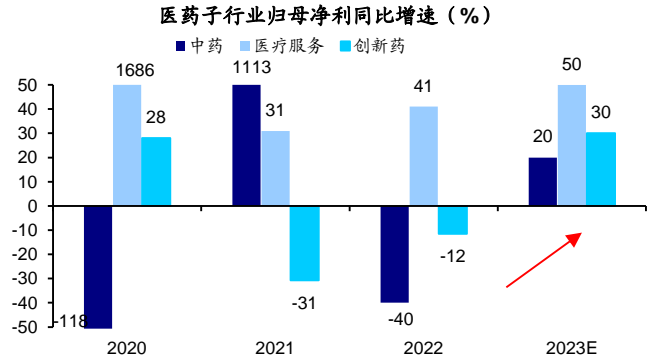


图17 消费子行业的归母净利增塑有望迎来改善



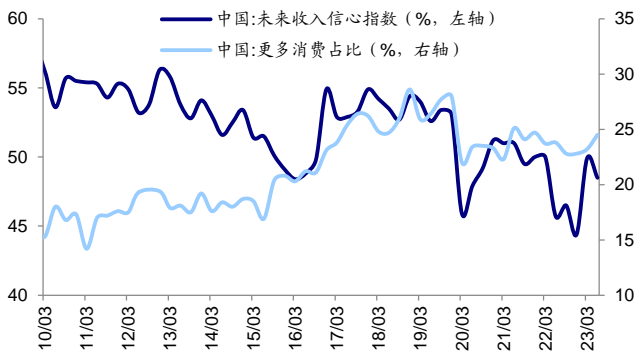
资料来源: Wind, HTI 预测

图18 医药基本面有望迎来改善



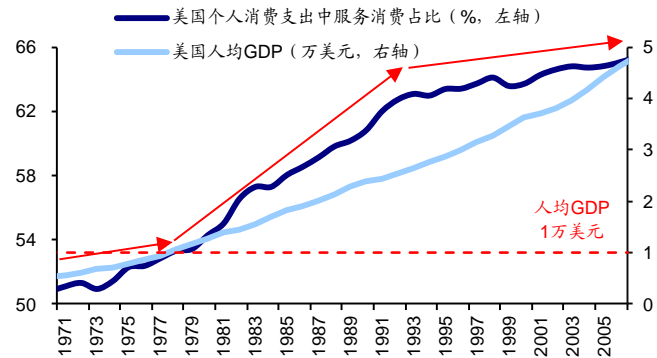
资料来源: Wind, HTI 预测

图19 23年一季度居民收入信心指数和消费意愿有所恢复



资料来源: Wind, HTI

图20 美国人均GDP突破1万美元后消费加快升级



资料来源: Wind, HTI

图21 消费各行业整体配置和估值均不高

行业	当前PE (TTM, 倍)	13年以来分位数 (%)	13年以来PE走势	23Q2基金持仓比例	23Q2基金相对沪深300超配比例	13年以来分位数 (%)	13年以来基金相对沪深300超配比例变动
大消费	36.5	54.9		30.5%	8.0%	19.5	
农林牧渔	29.1	27.4		1.4%	-0.2%	19.5	
家用电器	14.6	31.9		2.7%	-0.8%	41.4	
食品加工	24.2	1.4		0.5%	0.3%	48.7	
白酒	31.1	64.1		10.9%	1.5%	48.7	
纺织服装	24.9	43.6		0.4%	0.4%	46.3	
轻工制造	30.9	51.2		0.7%	0.5%	19.5	
医药生物	26.8	12.7		12.0%	5.4%	39.0	
商贸零售	36.6	76.6		0.6%	0.0%	48.7	
社会服务	84.3	79.5		0.7%	0.6%	34.1	
美容护理	45.2	69.4		0.5%	0.1%	36.5	

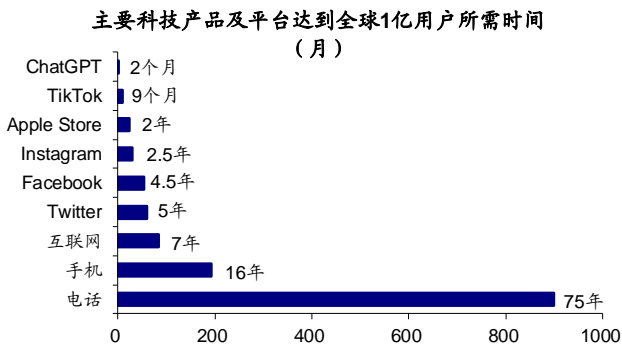
资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/7/26

数字经济仍是股市中期维度的主线，从政策和技术端关注业绩释放的方向。参考借鉴 13-15 年 TMT 行情，在经历了估值抬升阶段后，未来数字经济板块或将进入基本面驱动阶段。在基本面驱动阶段中，我们或可从这政策和技术两个角度出发，寻找数字经济中订单好转、业绩显现的领域，详见《借鉴 13-15 年，这次 TMT 行情到啥阶段了？——对比历史看数字经济系列 1》、《回顾中美历史，哪些科技股穿越了周期？——对比历史看数字经济系列 2》。

政策发力的数字基建、信创等领域业绩有望改善。今年以来，多地对数字经济发展提出明确考核要求。例如浙江省提出到 2027 年数字经济核心产业增加值要超过 1.6 万亿元，按此目标推算 23-27 年间浙江省数字经济核心产业增加值的年复合增速将达 12.2%。而数字基建正是短期稳增长和中长期经济结构调整的交集，我们认为随着各地政府陆续加大对数字经济领域的投入，数字经济中数字基建、数据要素和信创等领域订单和业绩或有望受提振。根据中国通服数字基建产业研究院，预计“十四五”期间我国数据中心产业规模复合增速将达到 25%。根据华经情报网，预计 2025 年信创产业市场规模将达到 23354.6 亿元，22-25 年 CAGR 为 35.7%。

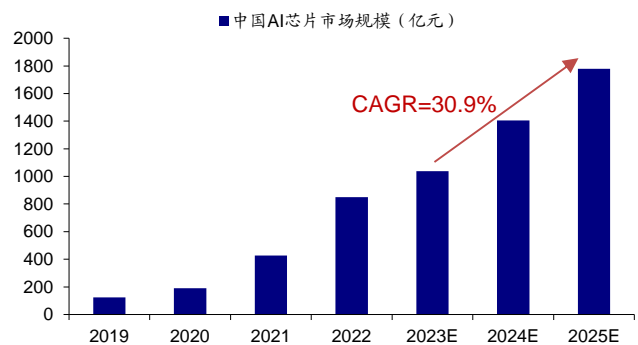
技术变革下，企业加大资本开支，人工智能及上游半导体等领域将受益。当前科技巨头正加速布局以 ChatGPT 为代表的 AI 模型，新一轮科技变革或将加速到来。其中，算力是 AI 大模型发展的重要基础，AI 大模型的发展将对上游算力相关的硬件领域产生较大拉动，根据亿欧智库，预计 23-25 年我国 AI 芯片市场规模复合增速达 31%。此外，全球半导体产业每 3-4 年经历一轮周期，据此推算，2019 年开始的这轮半导体产业周期或已进入下行的尾声阶段。往后看，在 AI 大模型等产业变革的催化下，今年二、三季度半导体产业周期或有望见底回升，届时半导体板块盈利或将改善。

图22 ChatGPT 在推出仅两个月后月活用户已经突破 1 亿



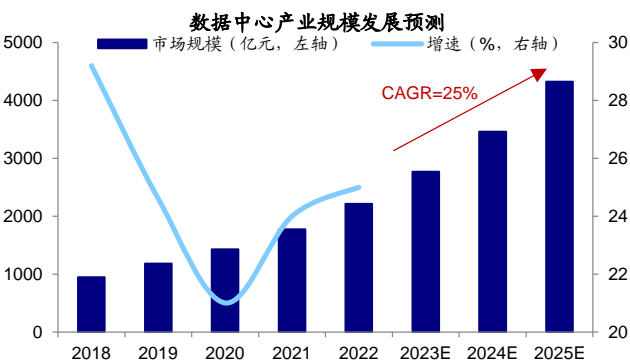
资料来源：中国社会科学网、金融界、人民网，HTI

图23 我国 AI 芯片规模不断提升



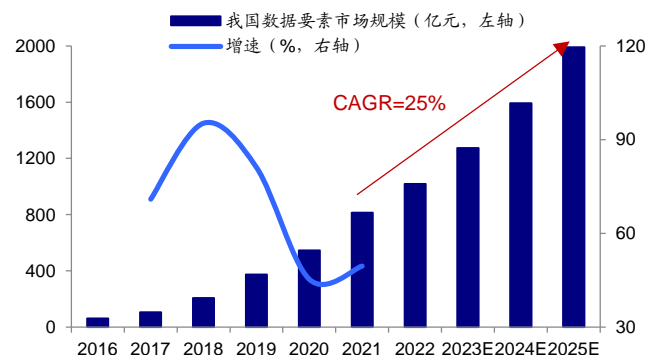
资料来源：亿欧智库，工信部，信通院，HTI

图24 政策支持下数据中心市场规模快速扩容



资料来源：中国通服数字基建产业研究院，IDC 历年报告，HTI，注：22-25 年数据中心产业规模 CAGR 为“十四五”的预测增速

图25 我国数据要素市场将保持快速增长



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，前瞻产业研究院，HTI

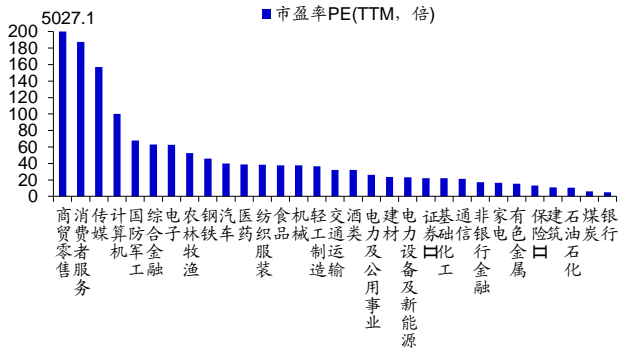
## 2. 估值跟踪：银行、建筑等估值较低

行业估值绝对值来看，截至 2023 年 8 月 4 日（下同），PE (TTM, 下同) 历史分位水平处于 05 年以来 10% 以下的行业有煤炭、电力设备及新能源、有色金属、石油石化；处于 10%-20% 的行业有银行、通信、基础化工；处于 20%-40% 的行业有保险、家电、建筑；处于 40% 以上的行业有证券、医药、国防军工、机械、食品、轻工制造、农林牧渔、建材、电力及公用事业、酒类、电子、纺织服装、计算机、钢铁、汽车、交通运输、综合金融、消费者服务、传媒。PE (TTM) 绝对值最低的行业是银行 (4.9 倍)、煤炭 (6.1

倍)、石油石化(10.4倍),最高的行业是商贸零售(5027.1倍)、消费者服务(187.4倍)、传媒(157.0倍)。

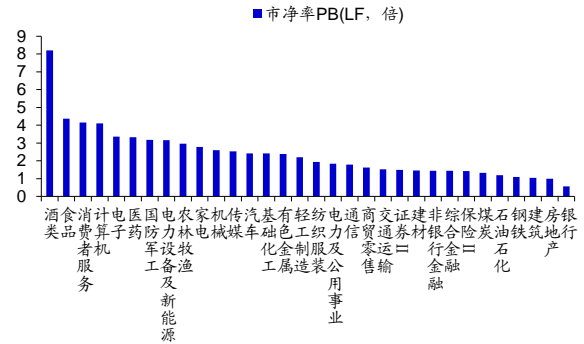
依据 PB (LF, 下同) 衡量, PB 历史分位水平处于 05 年以来 10% 以下的行业有建材、医药、银行、房地产、通信; 处于 10%-20% 的行业有保险、证券; 处于 20%-40% 的行业有农林牧渔、食品、轻工制造、综合金融、建筑、有色金属、基础化工、传媒、纺织服装、商贸零售、交通运输、电子、石油石化、钢铁、国防军工、家电、电力及公用事业、机械、计算机; 处于 40% 以上的行业有煤炭、电力设备及新能源、汽车、消费者服务、酒类。PB 绝对值最低的行业是银行(0.6倍)、房地产(1.0倍)、建筑(1.0倍),最高的行业是酒类(8.2倍)、食品(4.4倍)、消费者服务(4.2倍)。

图26 各行业 PE 最新值 (TTM)



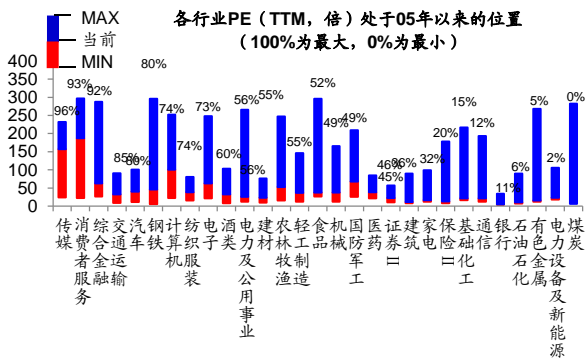
资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/04

图27 各行业 PB 最新值 (LF)



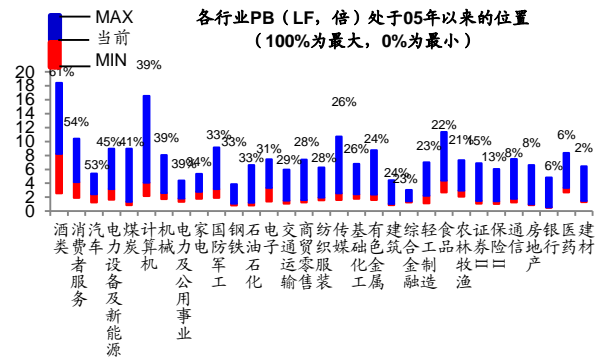
资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/04

图28 各行业 PE 历史分位水平 (05 年以来)



资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/04

图29 各行业 PB 历史分位水平 (05 年以来)



资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/04

**风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

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

### IMPORTANT DISCLOSURES

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

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，荀玉根，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, Yugen Xun, 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，Amber 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, Amber 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.

### 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@htsec.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@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

### 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

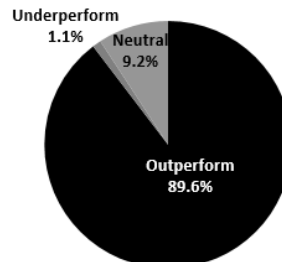
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

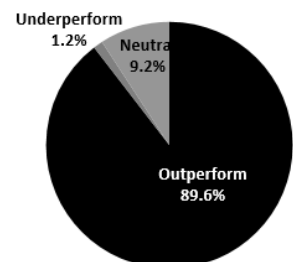
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains 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

### 评级分布 Rating Distribution

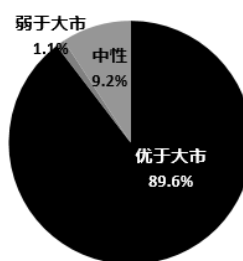
Most Recent Full Quarter



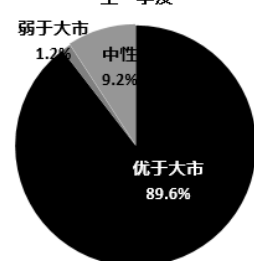
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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.**

#### 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.**

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

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

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

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating



system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

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

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

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 重要免责声明:

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

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (「SEBI」) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (「HTSIPL」) 所发

行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](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和行政安排的内容信息。

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

#### IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](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.

#### 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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 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

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

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

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](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。

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

---

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

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

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>

---