

活跃资本市场的重要性

Yugen Xun
yugen.xun@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

投资要点:

- **核心结论:** ①活跃资本市场利于提高居民财产性收入,有助消费恢复。②活跃资本市场,发挥经济晴雨表作用,有助提振对经济的信心。③活跃资本市场利于科技类融资,有助产业结构升级。④稳增长和活跃资本市场措施落地中,有助情绪修复。现阶段消费医药、券商较优,中期重视科技。
- **活跃资本市场有利于促进消费。**消费对经济的拉动作用有望提升,短期来看,扩消费能够通过刺激终端需求,稳住宏观经济大盘,推动经济回稳向上;长期来看,我国消费潜力仍有较大提升空间,经济增速换挡后消费作用往往有所抬升。今年以来我国消费恢复整体偏弱,7月社零四年年化平均增速为3.1%,较6月走弱,增加居民收入或成为促消费的政策重点。资本市场是居民财产性收入的重要来源,资本市场具有明显的财富效应,资本市场活跃将直接增加居民财富,从而拉动消费恢复。中长期看,人口结构变迁推动居民资产配置转向权益,活跃资本市场有望为消费注入源源活水。
- **活跃资本市场有助于提振对经济的信心。**资本市场是经济的晴雨表,市场与经济走势往往高度相关。一方面,历史经验显示市场拐点一般领先经济拐点出现,市场预期回暖往往是宏观经济回升的前提。另一方面,股市收益的实质取决于其经济体的生产率,长期看股市市场收益率和名义GDP增速高度相关。当前市场信心不足,股市成交量迅速萎缩,从市场表现和企业家信心来看,市场明显走弱。活跃的资本市场或有望提振投资者信心,从而进一步推动投融资行为,扭转居民经济预期,借鉴美日经验,国家出台积极的股市政策往往是提振信心、稳定预期的重要手段。
- **活跃资本市场有助于推动产业升级。**当前我国正处在产业结构转型升级的关键时期。从内部环境来看,我国经济发展动力迫切需要转换,从外部环境来看,当前世界新一轮科技革命和产业变革正在兴起。从资本要素、人力资本、技术积累方面来看,当前我国产业结构升级已具备了一定的基础。产业结构的转型升级离不开融资体系的支持,资本市场对实体经济的转型和发展中发挥了重要的作用,从股市结构看,新经济板块在A股总市值中占比已由19年初的21%上升至32%;从融资结构看,我国直接融资比重已由10年的10%提升至20年高点39%。但与美国相比,我国直接融资仍有较大提升空间。
- **关注政策落地情况。**政治局会议召开后,稳增长信号释放明确,近两周市场整体走弱源于投资者对政策力度及基本面复苏还存疑。当前稳增长政策正持续落地,8月18日证监会负责人就活跃市场、提振投资者信心市场表示将出台一系列活跃资本市场措施,往后看,随着稳增长政策持续发力稳定市场预期和信心,经济和盈利的拐点进一步明确,市场有望迎来政策面和基本面共振。结构上关注性价比高的消费,科技是中长期焦点。短期看,低估低配的消费有望在政策催化下迎来修复机遇。此外,随着后续活跃资本市场的相关政策落地,券商也有望明显受益。中长期看,科技仍是股市主线,从政策和技术端关注业绩释放的方向。
- **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：活跃资本市场的重要性	4
1.1 活跃资本市场利于促进消费	4
1.2 活跃资本市场有助于提振对经济的信心	5
1.3 活跃资本市场有利于推动产业升级	7
1.4 关注政策落地情况	8
2. 估值跟踪：银行、地产等估值较低	11

图目录

图 1 GDP 增长：分项贡献率 (%)	4
图 2 发达国家消费占 GDP 比重始终在 70% 以上	4
图 3 当前我国消费恢复偏弱	5
图 4 23Q2 居民对收入和消费预期仍较弱	5
图 5 住房刚需人群在 25-39 岁	5
图 6 各国资产配置情况对比	5
图 7 美股市场底往往先于经济底出现	6
图 8 A 股市场底同样领先于经济底	6
图 9 近期交易量萎缩较大	7
图 10 实体经济信心不足	7
图 11 22 年我国人均 GDP 接近 80 年代美国	7
图 12 我国人力要素已经具备	7
图 13 2022 年我国知识和技术产出排名全球前列	8
图 14 我国中高端制造业向全球价值链高附加值方向迈进	8
图 15 过去我国直接融资占比较低	8
图 16 我国直接融资比重远低于美国	8
图 17 本轮库存周期或将于 23Q2-Q3 见底	9
图 18 预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上	9
图 19 23 年 A 股 ROE 有望持续改善	9
图 17 消费子行业的归母净利增速有望迎来改善	10
图 18 医药基本面有望迎来改善	10
图 19 消费各行业整体配置和估值均不高	10
图 20 ChatGPT 在推出仅两个月后月活用户已经突破 1 亿	11
图 21 我国 AI 芯片规模不断提升	11

金融是实体经济的血脉，而资本市场是金融资源配置的重要枢纽，在宏观经济的稳定运行中扮演着重要的角色。7月24日政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，近日证监会有关负责人就相关情况答记者问，表示“确定了活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策措施”，引发市场关注。从最新公布的经济数据看，7月以来宏观经济较6月份有所走弱，经济复苏仍面临困难和挑战，在此背景下活跃资本市场是重要手段之一，为此我们将展开一些讨论。

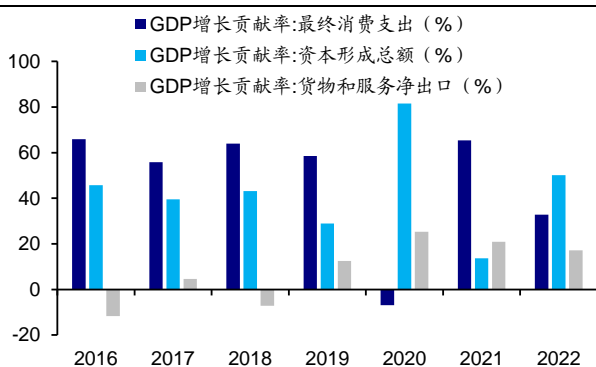
1. 市场策略：活跃资本市场的重要性

1.1 活跃资本市场利于促进消费

扩消费是稳增长的重要抓手，其关键或在增加居民收入。当前消费已成为我国经济增长的主要拉动力，在疫情出现之前的几年，消费对GDP的贡献率均保持在50%以上，可见消费在宏观经济中发挥着基础性作用。短期看，当前消费有望成为拉动经济恢复的引擎，扩消费能够通过刺激终端需求，稳住宏观经济大盘，推动经济回稳向上。长期看，我国消费潜力仍有较大提升空间，借鉴海外经验，在经济增速换挡后，消费的作用往往会有所抬升，自1960年以来，欧美主要发达经济体的消费占GDP的比重始终维持在70%之上，我国消费对经济的拉动作用有望提升。

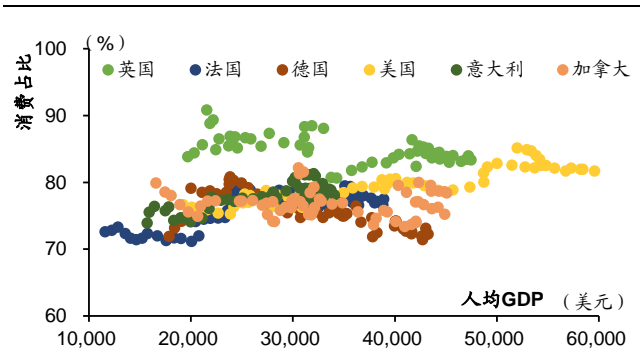
今年以来我国消费恢复整体偏弱，增加居民收入或成为促消费的政策重点。7月我国社消零售当月同比增速2.5%，剔除基数效应后的四年年化平均增速为3.1%，较6月4.0%走弱，而疫情前（2015-2019年）社消零售总额的增速中枢在9%左右，可见当前消费增长的修复情况较疫情之前还有一定差距。消费是收入的函数，国内消费偏弱或源于较低的收入预期，23Q2我国居民未来收入信心指数为48.5%，较23Q1下滑，也低于19年时的水平，这说明居民对未来收入的预期仍在相对低位。在此背景下促消费也成为政策重点，7月24日政治局会议强调“发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费”。7月31日的国务院政策例行吹风会上，国家发改委副主任李春临提出“将多渠道增加城乡居民财产性收入”，未来增加居民收入或成为促消费的政策重点。

图1 GDP增长：分项贡献率（%）



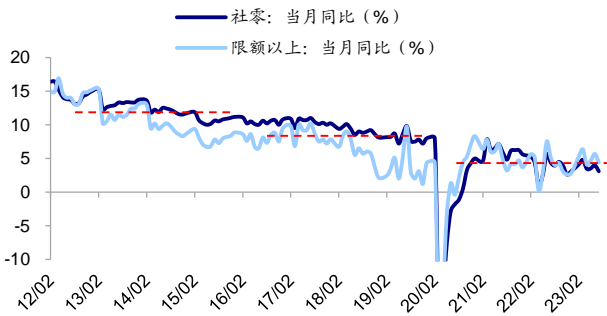
资料来源：Wind, HTI，注：21年之后为四年年化平均增速

图2 发达国家消费占GDP比重始终在70%以上



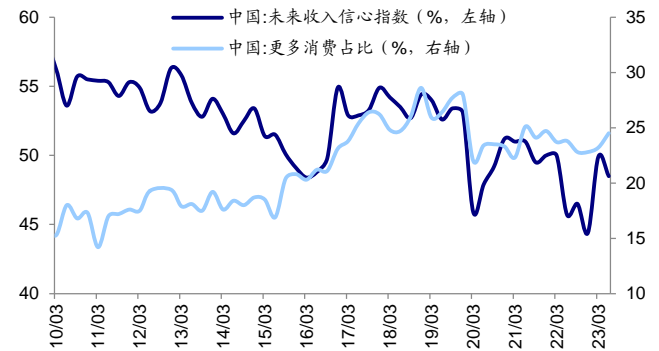
资料来源：Wind, HTI

图3 当前我国消费恢复偏弱



资料来源: Wind, HTI, 注: 21年之后为四年年化平均增速

图4 23Q2 居民对收入和消费预期仍较弱

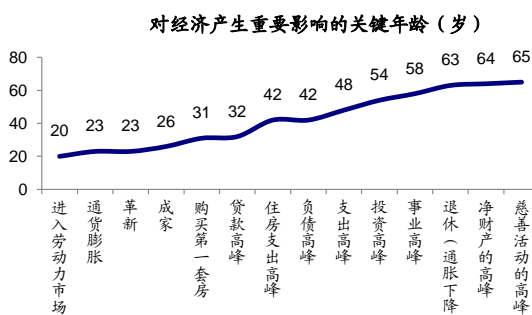


资料来源: Wind, HTI

活跃资本市场有望提高居民财产性收入，从而刺激消费。从我国居民的收入结构看，22年居民工资性收入占可支配收入比重高达56%，而财产性收入占比仅为8%，远低于美国的18%。资本市场是居民财产性收入的重要来源，资本市场具有明显的财富效应，资本市场活跃将直接增加居民财富，从而拉动消费恢复。当前我国股市已拥有大量的投资者，截至22年底我国A股账户投资者数量超过2亿，20年底我国公募基金场外投资者数量已接近7亿。

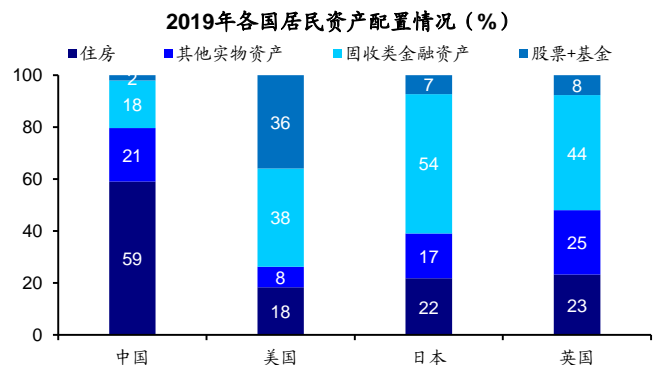
中长期看，人口结构变迁推动居民资产配置转向权益，活跃资本市场有望为消费注入源源活水。长期以来，我国居民资产配置结构中明显偏向地产，最新数据显示我国居民配置住房资产比重高达60%，而金融资产中权益类占比仅为2%，远低于同期美国的34%，权益资产配置有较大提升空间。过去我国居民高配地产源于住房的刚需性，而近年来随着我国人口结构的变化，地产的配置性价比不断下滑，我国平均人口年龄由2000年的31岁上升至2020年的38.8岁，若按照人口年龄周期看，25-39岁为住房刚需人群，未来我国购房的刚需人口逐年下降。此外，从人均住房面积看，2020年我国人均住房面积已达41.8平方米，已经接近英、法等发达国家水平。随着居民对地产的配置力度趋势性下降，活跃资本市场有望推动权益资产配置比例提升，未来我国居民财产性收入或将进一步扩大。

图5 住房刚需人群在25-39岁



资料来源:《下一个大泡泡(哈利·S·登特)》，HTI

图6 各国资产配置情况对比



资料来源: Wind, 中国人民银行, OECD, 经济日报公众号, HTI

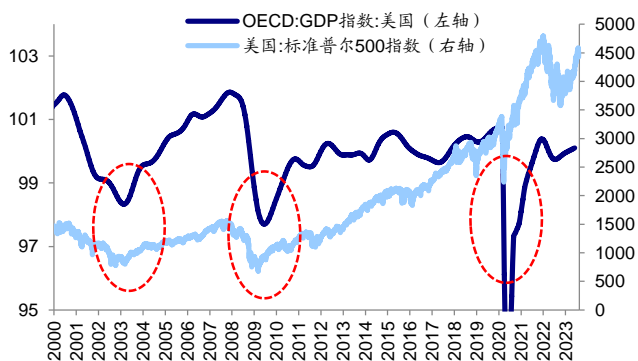
1.2 活跃资本市场有助于提振对经济的信心

资本市场是经济的晴雨表，市场与经济走势往往高度相关。根据DDM模型，资产价格反映着市场对未来现金流的定价，因此市场走势也体现了投资者的经济预期，股市表现与经济景气度息息相关：一方面，历史经验显示市场拐点一般领先经济拐点出现，市场预期回暖往往是宏观经济回升的前提。借鉴美股经验来看，00年以来美国经济经历了02、08、20年三次衰退，市场拐点往往率先经济底出现6个月左右。以08年经济大衰退为例，标普500指数在经历了长达半年的快速下行后，于08/11/20日触底后

开启向上修复，而美国 GDP 增速同比则于 09Q2 的-4.0%见底回升，OECD GDP 指数同样于 09/06 达到低点。同样的，A 股也存在着类似的情况，例如 08、12、19 年，市场预期先于经济企稳向上。

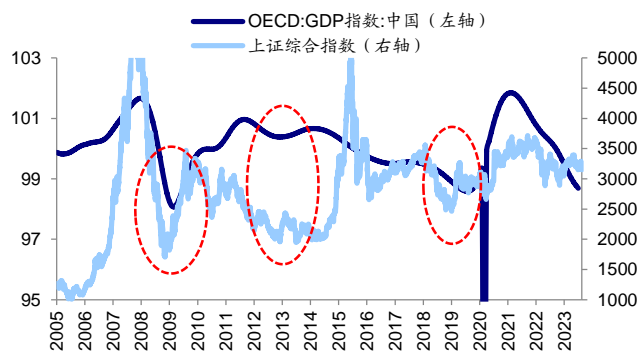
另一方面，长期看股市市场收益率和名义 GDP 增速高度相关。理论上说，当经济体的各部分效率保持一致时，股市收益的实质取决于其经济体的生产率，因此长期股市收益率与经济增长高度相关。2002-2022 年万得全 A（考虑分红）的年化收益率为 8.6%，股票型基金总指数的年化收益率为 11.4%，而同期我国名义 GDP 复合增长率为 11.3%，可见过去我国股市长期回报率与名义 GDP 增长接近。

图7 美股市场底往往先于经济底出现



资料来源：Wind, HTI

图8 A股市场底同样领先于经济底

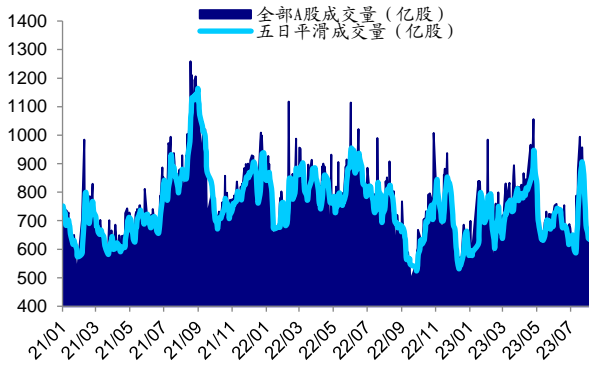


资料来源：Wind, HTI

当前市场信心不足，活跃市场或能扭转经济预期。近期市场信心明显偏弱，股市成交量迅速萎缩，截至 2023/8/18，全部 A 股成交量已下滑至 659 亿股，较 724 政治局会议后的高点萎缩 34%。从市场表现看，近期各大股指已再次走弱，上证综指自政治局会议后高点最大跌幅-6%，沪深 300 为 -7%，已完全回吐了政治局会议后的最大涨幅。市场情绪回落也反映着当前对实体经济的信心仍不足，今年 2 月以来 PMI 呈现回落，7 月 PMI 为 49.3%，仍在相对低位。从企业家信心看，中小企业信心指数也自 3 月的高点 53.7 下滑至 7 月的 50.7。

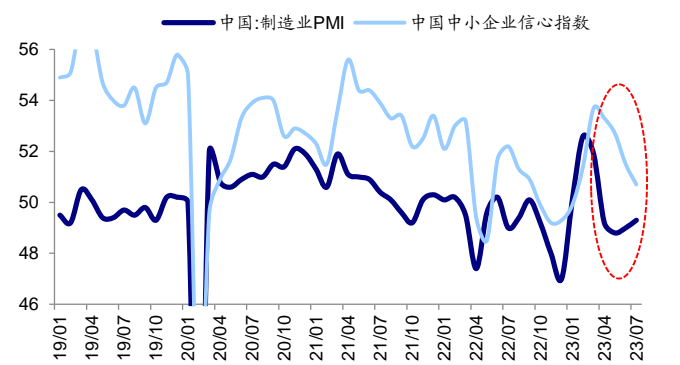
面对较弱的经济预期，资本市场有望发挥扭转居民经济预期的作用。资本市场与宏观经济走势高度相关，也是投资者信心的重要来源，因此活跃的资本市场有望提振投资者信心，从而进一步推动投融资行为，带来“预期改善-投融资上升-经济上行-预期提升”的正向反馈。在面临经济衰退风险时，国家出台积极的股市政策往往是提振信心、稳定预期的重要手段，彰显着国家稳定经济运行的决心。借鉴美国经验，08 年金融危机时，美国出台了一系列股市政策：根据美国 SEC，财政部官网，08 年 9 月美国证券交易委员会暂时禁止股票做空交易，10 月政府通过并实施鼓励私人投资的救助计划（TARP），鼓励私人投资者投资银行股票，此后美国还进一步提高对金融机构的监管力度，助力投资者信心的恢复。再来看日本，其同样运用积极的股市政策稳定经济，根据中国证券网、上海证券报，2010 年后日本央行实施货币宽松计划 CME 购买 ETF，以降低资产的风险溢价，刺激企业进行主动投资，例如 20 年疫情后日本央行将 ETF 年度购买目标从 6 万亿日元增加至 12 万亿日元，将日本房地产投资信托基金购买目标提升至 1800 亿日元。

图9 近期交易量萎缩较大



资料来源：Wind, HTI，截至 2023/8/18

图10 实体经济信心不足



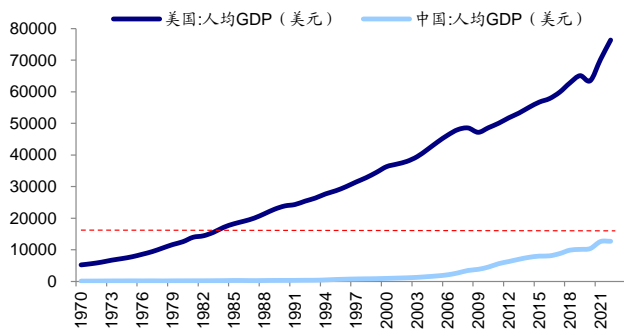
资料来源：Wind, HTI

1.3 活跃资本市场有利于推动产业升级

当前我国正处在产业结构转型升级的关键时期。二十大报告明确要求“建设现代化产业体系”，为我国未来的产业发展指明了方向。面对当前百年未有之大变局，经济结构转型升级是我国应对内外部挑战的必然选择。从内部环境来看，我国经济发展动力迫切需要转换，随着我国劳动力成本和资源环境压力不断上升，过去依靠要素密集投入的粗放型发展模式并不可持续，加快经济转向依靠创新驱动的集约型发展方式是必然要求。从外部环境看，当前世界新一轮科技革命和产业变革正在兴起，逆全球化背景下以科技创新为重点的大国博弈不断加剧，科技围堵下产业链升级迫在眉睫。

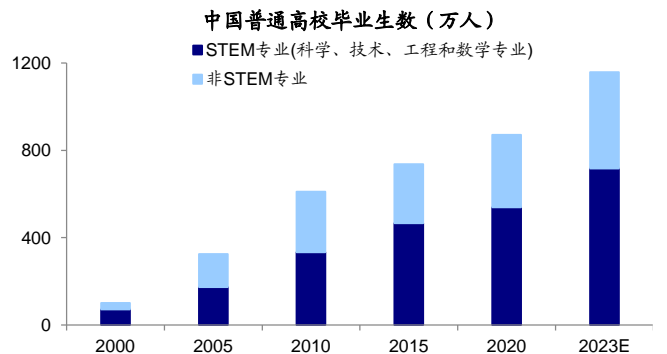
当前我国产业结构升级已具备了一定的基础：第一，资本要素方面，当前我国人均GDP已接近80年代美国，从总量看我国已是全球第二大经济体，22年我国GDP占全球比重达18%。第二，人力资本方面，我国人才红利正在崛起，教育部预计2023年我国普通高校毕业生数为1158万人，其中工科类专业占比达62%，我国的工程师红利将得以不断强化。第三，技术积累方面，我国技术产出不断提升，根据WIPO的《Global Innovation Index 2022》，22年我国知识和技术产出排名已经高居全球前列，高于日本、德国、英国等发达国家。我国在新能源、5G等产业中已取得了先发优势，中高端制造在全球价值链中的地位也不断攀升。

图11 22年我国人均GDP接近80年代美国



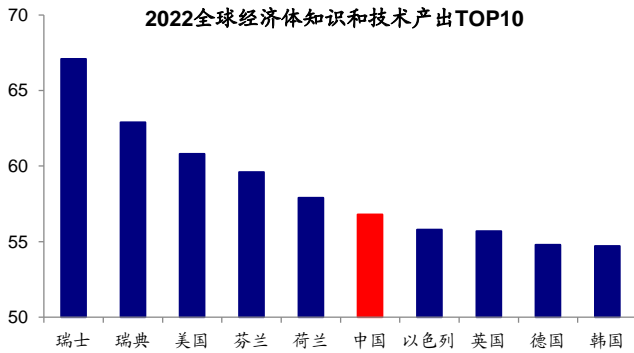
资料来源：Wind, HTI

图12 我国人力要素已经具备



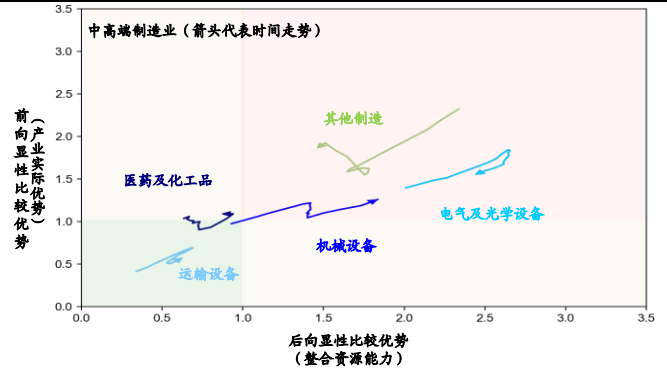
资料来源：Wind, 教育部, HTI

图13 2022年我国知识和技术产出排名全球前列



资料来源：WIPO《Global Innovation Index2022》，HTI

图14 我国中高端制造业向全球价值链高附加值方向迈进

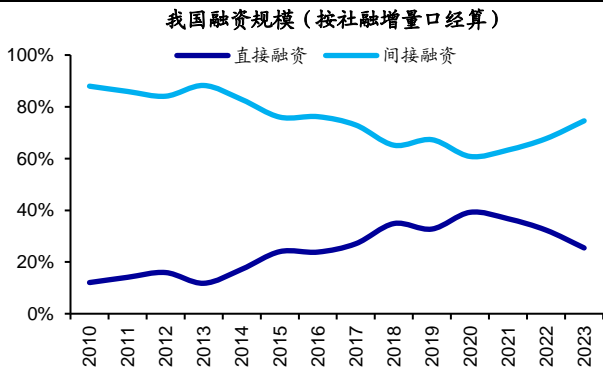


资料来源：OECD，HTI

产业结构的转型升级离不开融资体系的支持。实体经济的发展离不开金融体系的支持，金融结构要与产业结构升级相匹配。过去许多年我国的产业以较为粗放的工业为主，工业企业拥有大量的固定资产，扩大生产规模所需资金可以靠向银行抵押贷款获得，社会的融资方式以银行信贷为主。近年来我国的工业体系逐步迈向创新驱动的高质量发展，由于新兴科技产业处于起步期加上轻资产占比较大，很难通过抵押贷款获得足够的资金支持快速扩张的产业规模，股权融资成为大多数企业的选择。

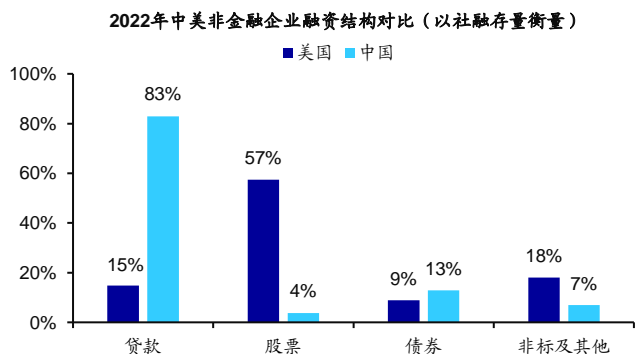
近年来我国资本市场积极服务经济结构转型升级，但金融体系中直接融资占比仍有较大提升空间。资本市场对实体经济的转型和发展中发挥了重要的作用：从股市结构看，自19年注册制改革试点推动下，我国优质新兴产业在A股占比明显提升，代表高质量发展的新经济板块（包括科技、生物医药、新能源等硬科技方向）在A股总市值中的占比已由19年初的21%上升至32%。从融资结构看，当前我国直接融资比重已有显著提升，直接融资在我国社融增量中的比重由10年的10%提升至20年的高点39%。但从国际比较的视角来看，当前中国直接融资的比重尚且较低，仍有较大的提升空间。以社融存量衡量，2022年股票、债券等直接融资方式在美国非金融企业融资结构中的占比达66%，而我国仅为17%，其中股市融资仅占4%。

图15 过去我国直接融资占比较低



资料来源：Wind，HTI

图16 我国直接融资比重远低于美国



资料来源：Wind，HTI

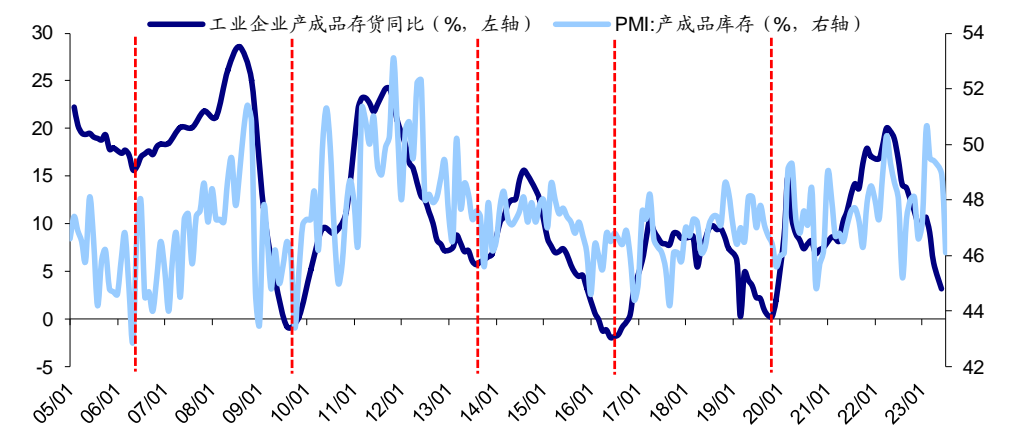
1.4 关注政策落地情况

政治局会议后稳增长政策持续落地，关注后续政策落地见效情况。随着724政治局会议的召开，稳增长信号释放明确，市场对政策关注度提升。近两周（23/08/07-23/08/18）以来市场整体走弱，主要源于投资者对政策力度及基本面复苏还存疑，因此后续仍需关注稳增长政策落地见效情况，以及经济修复情况。当前稳增长政策正持续落地，8月16日国务院总理李强主旨召开国务院第二次全体会议，提出“要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间”。下半年随着我国稳增长政策发力及经济周期见底回升，投资者对经济和盈利的预期有望回暖，进而使市场重回基本面驱动。同时，我们认为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，根据历史我

我们推断本轮库存周期或将于 23Q2-Q3 见底，详见《库存周期的位置及行业差异-20230722》。随着库存周期见底回升，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%。

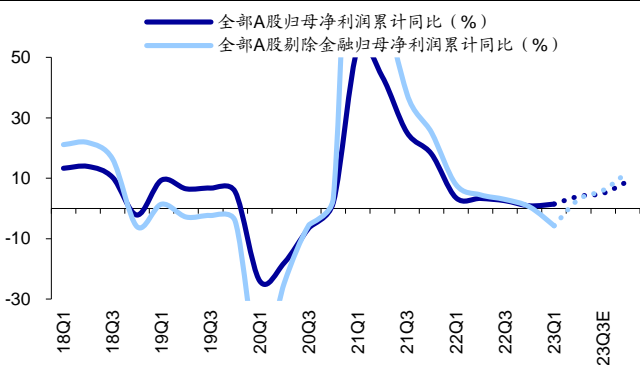
活跃资本市场措施落地，股市信心有望得到提振。8 月 18 日证监会负责人就活跃市场、提振投资者信心答记者问，提出活跃资本市场的六个措施，并回答了市场关切的其余十个问题。本次证监会答记者会亮点诸多，一是多举措引导资金入市，包括加快基金指数产品创新、加快私募审批、引入保险社保等长期资金、拓展互联互通范围等，同时提出优化资金供求，合理把握 IPO、再融资节奏等；二是着力提升上市公司回报，证监会表示将强化分红引导、放宽回购标准、推动资产并购重组等；三是交易层面利好颇多，提出降低交易成本、增加交易便捷性、推出如深证 100 股指期货期权等更多交易品种。同日，证监会指导沪深北交易所进一步降低证券交易经手费，切实将证券交易经手费下降效果传导至投资者；证监会召开证券基金私募机构座谈会就活跃资本市场听取意见，加快推动资本市场高质量发展形成合力。随着活跃资本市场措施落地，市场信心有望得到提振，资金供求关系或迎来改善，叠加稳增长政策落地，市场有望逐步好转。

图17 本轮库存周期或将于 23Q2-Q3 见底



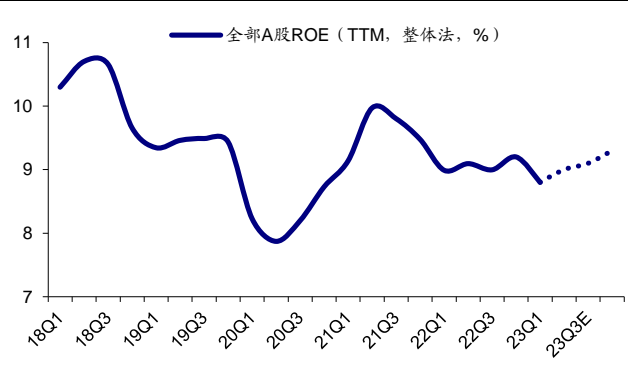
资料来源：Wind, HTI

图18 预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上



资料来源：Wind, HTI 测算

图19 23 年 A 股 ROE 有望持续改善



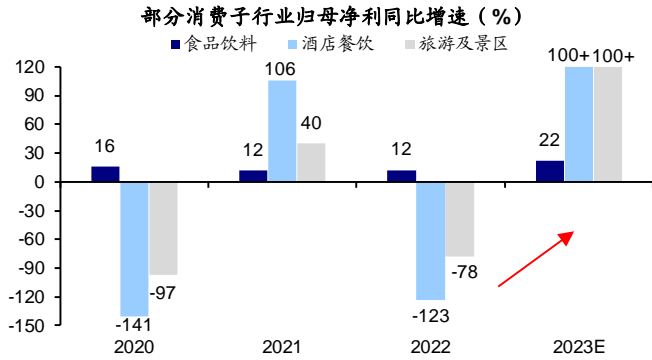
资料来源：Wind, HTI 测算

结构上关注性价比高的消费，科技是中长期焦点。短期看，低估低配的消费有望在政策催化下迎来修复机遇。当前消费板块的估值和基金配置已处在历史低位：从估值看，截至 23/08/18，大消费板块的 PE (TTM, 下同) 处于 2013 年以来 54% 的历史分位；从机构配置看，23Q2 消费板块超配比例下降至 7.8 个百分点，处于 13 年以来 20% 的历史分位。政策催化下消费基本面有望迎来改善，如前文所述，消费是稳增长的重要抓手，7 月政治局会议强调扩内需，对资本市场定调积极，若后续消费政策、活跃资本市场相关政策落地，在政策刺激下市场对消费的基本面预期有望扭转，未来一段时间消费的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡，前期跌幅较大的消费板块有望迎

来反转。此外，随着后续活跃资本市场的相关政策落地，券商也有望明显受益。

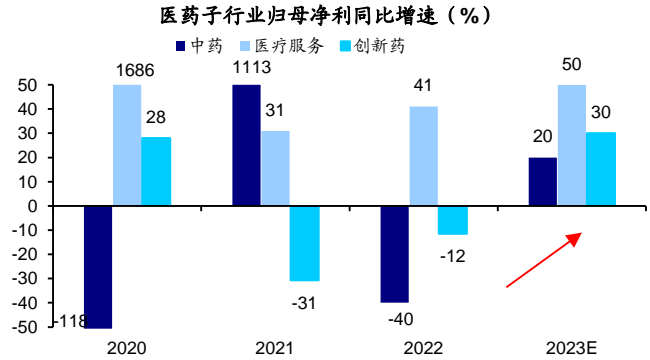
中长期看，科技仍是股市主线，从政策和技术端关注业绩释放的方向。参考借鉴13-15年TMT行情，在经历了估值抬升阶段后，未来数字经济板块或将进入基本面驱动阶段。我们或可从这政策和技术两个角度出发，寻找数字经济中订单好转、业绩显现的方向。一是政策发力的数字基建、信创等领域，随着各地政府陆续加大对数字经济领域的投入，数字经济中数字基建、数据要素和信创等领域订单和业绩或有望受提振。二是技术变革下人工智能及上游半导体等领域，当前科技巨头正加速布局以ChatGPT为代表的AI模型，而算力是AI大模型发展的重要基础，AI大模型的发展将对上游算力相关的硬件领域产生较大拉动，根据亿欧智库，预计23-25年我国AI芯片市场规模复合增速达31%。

图17 消费子行业的归母净利润增速有望迎来改善



资料来源：Wind, HTI 预测

图18 医药基本面有望迎来改善



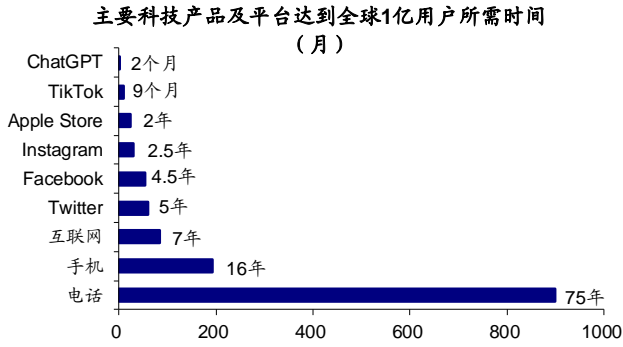
资料来源：Wind, HTI 预测

图19 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	36.1	53.8		30.5%	8.0%	19.5	
农林牧渔	28.8	26.6		1.4%	-0.2%	19.5	
家用电器	13.9	18.9		2.7%	-0.8%	41.4	
食品加工	24.0	1.0		0.5%	0.3%	48.7	
白酒	30.9	63.2		10.9%	1.5%	48.7	
纺织服装	24.4	39.0		0.4%	0.4%	46.3	
轻工制造	30.1	48.8		0.7%	0.5%	19.5	
医药生物	26.0	11.3		12.0%	5.4%	39.0	
商贸零售	36.4	75.5		0.6%	0.0%	48.7	
社会服务	82.6	77.1		0.7%	0.6%	34.1	
美容护理	44.3	63.7		0.5%	0.1%	36.5	

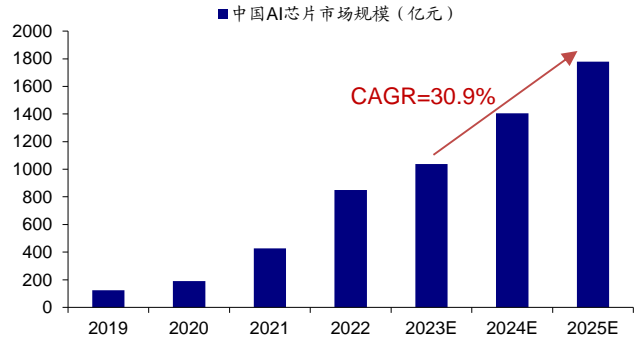
资料来源：Wind, HTI, 截至 2023/8/11

图20 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，中国社会科学报，HTI

图21 我国 AI 芯片规模不断提升



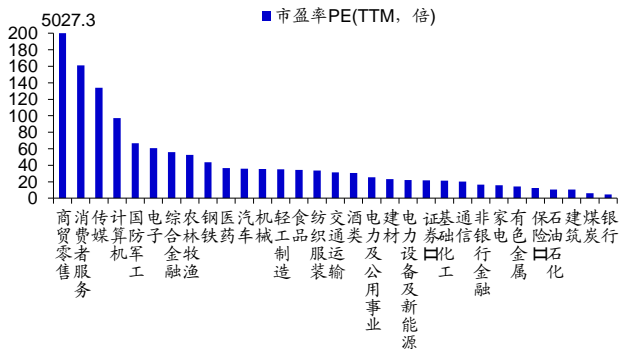
资料来源：亿欧智库，工信部，信通院，HTI

2. 估值跟踪：银行、地产等估值较低

行业估值绝对值来看，截至 2023 年 8 月 18 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、银行；处于 10%-20% 的行业有通信、基础化工、保险；处于 20%-40% 的行业有家电、建筑、食品、医药、机械；处于 40% 以上的行业有证券、国防军工、轻工制造、酒类、电力及公用事业、建材、农林牧渔、纺织服装、电子、计算机、汽车、钢铁、综合金融、交通运输、消费者服务、传媒。PE (TTM) 绝对值最低的行业是银行 (4.7 倍)、煤炭 (6.0 倍)、建筑 (10.5 倍)，最高的行业是商贸零售 (5027.3 倍)、消费者服务 (161.3 倍)、传媒 (134.0 倍)。

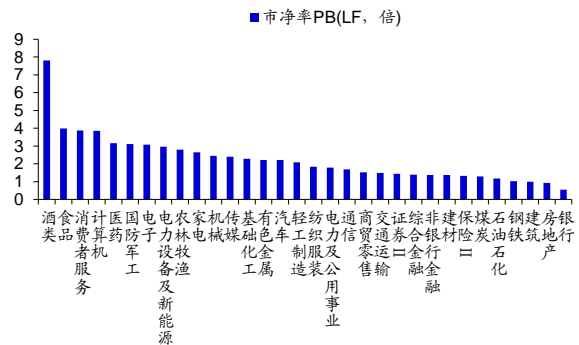
依据 PB (LF，下同) 衡量，PB 历史分位水平处于 05 年以来 10% 以下的行业有建材、医药、房地产、银行、通信、保险、食品；处于 10%-20% 的行业有农林牧渔、建筑、证券、基础化工、轻工制造、纺织服饰、有色金属、综合金融；处于 20%-40% 的行业有电子、传媒、商贸零售、交通运输、钢铁、家电、机械、石油石化、计算机、国防军工、电力及公用事业、煤炭、电力设备及新能源；处于 40% 以上的行业有汽车、消费者服务、酒类。PB 绝对值最低的行业是银行 (0.6 倍)、房地产 (0.9 倍)、建筑 (1.0 倍)，最高的行业是酒类 (7.8 倍)、食品 (4.0 倍)、消费者服务 (3.9 倍)。

图20 各行业 PE 最新值 (TTM)



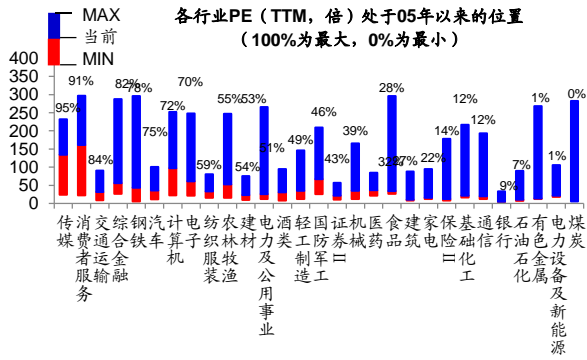
资料来源：Wind, HTI, 截至 2023/08/18

图21 各行业 PB 最新值 (LF)



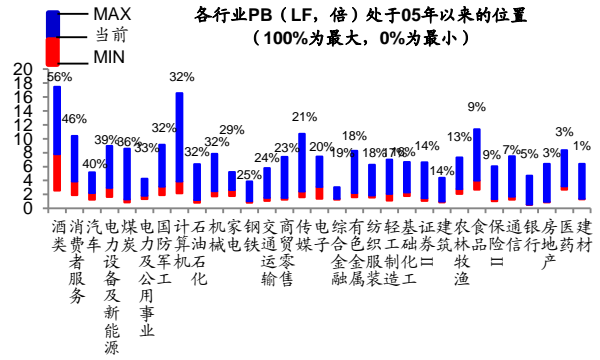
资料来源：Wind, HTI, 截至 2023/08/18

图22 各行业 PE 历史分位水平 (05 年以来)



资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/18

图23 各行业 PB 历史分位水平 (05 年以来)



资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/18

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

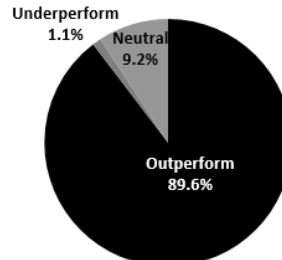
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

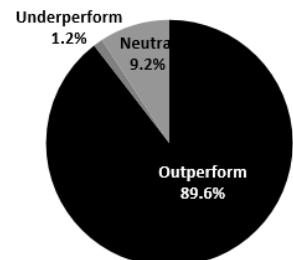
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains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

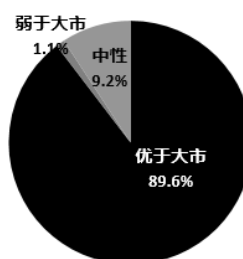
Most Recent Full Quarter



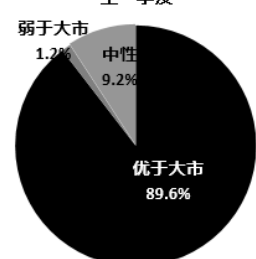
Prior Full Quarter



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，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

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

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
