

对比当前与去年 10 月底的市场

Yugen Xun
yugen.xun@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

投资要点:

- **核心结论:** ①对比去年 10 月底, 当前经济波浪式恢复, 稳增长政策更明确, 多了活跃资本市场措施。②类似去年 10 月, 北向资金阶段性流出影响市场, 当前 A 股估值已经接近去年 10 月底, 处于历史低位。③后续稳增长和活跃资本市场措施逐渐落地有望推动市场回升, 阶段性重视消费医药和券商地产, 科技是中期主线。
- **宏观层面, 当前经济在读数上接近去年 10 月, 但趋势上当前已经从低点开始改善。** 从制造业景气看, 23 年 7 月制造业 PMI 为 49.3%, 略高于去年 10 月底; 从生产活动看, 23 年 7 月工业增加值当月同比低于去年 10 月底, 但暂未形成下行趋势; 消费方面, 当前尽管内需尚未完全恢复, 但消费整体优于去年 10 月底; 地产方面, 当前地产数据读数上略低于 22 年 10 月底, 但已经开始小幅改善。
- **盈利层面, 去年 10 月企业盈利仍在下行趋势中, 当前盈利正在持续改善。** 上市公司层面, 整体看去年 10 月底 A 股盈利仍在下行趋势当中, 23 年一季度 A 股盈利已经有改善的迹象。工业企业数据, 22 年 10 月工业企业利润总额当月同比处于下降趋势当中, 23 年 6 月略高于去年 10 月, 已连续 4 个月提升。此外, 企业盈利与 PPI 呈高度正相关关系, 7 月 PPI 当月同比已触底回升, 有望结束下降趋势, 企业盈利有望更好地修复。
- **政策层面, 去年 10 月疫情和地产政策尚未优化, 当前政策已经全面聚焦稳增长。** 22 年下半年稳增长政策开始逐步发力, 但去年 10 月政策以托底经济为主, 防疫政策调整和民营地产“三支箭”也是在 22 年 11 月才开始陆续出台。相比之下, 当前政策环境对市场更加有利, 对投资者预期形成更强的支撑。724 政治局会议后各领域的政策逐步落地, 房地产政策、促消费政策相继跟进发布。此外, 相比去年 10 月底, 当前资本市场得到政策的高度重视。
- **市场层面, 当前 A 股同样面临外资流出的压力, 指数位置已经接近去年 10 月底。** 近期市场弱势与去年 10 月底较为类似, 都是在美债利率攀升和美元强势的背景下, 外资持续流出导致的持续下跌, 进而导致 A 股下跌。对比指数点位、估值和风险溢价率, 当前 A 股已经接近去年 10 月底的位置。
- **目前市场已经到达底部区域, 后续政策落地见效有望推动市场见底回升。** 8 月海内外市场共振下跌但 A 股跌幅相对更大的主要原因是投资者对国内经济复苏和政策落地存疑, 叠加海外流动性收紧导致外资流出。但从历史对比角度看, 本轮外资流出已接近过去 5 次的平均水平, 反映负面因素已经消化较为充分。当前稳增长政策正持续加码, 下半年随着我国政策落地见效及经济周期见底回升, 经济和盈利预期有望回暖, 市场将重回基本面驱动。
- **行业角度关注性价比高的消费, 科技是中长期主线。** 短期看, 低估低配的消费在政策催化下有望表现更优, 当前消费板块的估值和基金配置已处在历史低位。此外, 随着后续扩内需和活跃资本市场的相关政策落地, 地产和券商也有望明显受益。中长期看, 科技仍是主线, 关注政策发力的数字基建、信创等领域和技术变革下人工智能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：对比当前与去年 10 月底的市场	5
2. 估值跟踪：银行、煤炭等估值较低	10

图目录

图 1	PMI 高于去年 10 月且在上升趋势	5
图 2	工业增加值同比低于去年 10 月	5
图 3	社零总额同比高于去年 10 月	5
图 4	地产销售同比略低于去年 10 月	5
图 5	工企利润总额同比高于去年 10 月	6
图 6	工企利润总额环比修复力度强于季节性	6
图 7	当前与去年 10 月底均面临海外流动性收紧的压力	8
图 8	当前与去年 10 月底北向资金均大幅流出	8
图 9	A 股风险溢价率	8
图 10	A 股股债收益比	8
图 11	本轮库存周期或将于 23Q2-Q3 见底	9
图 12	预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上	9
图 13	23 年 A 股 ROE 有望持续改善	9
图 14	消费子行业的归母净利增速有望迎来改善	10
图 15	医药基本面有望迎来改善	10
图 16	消费各行业整体配置和估值均不高	10
图 17	各行业 PE 最新值 (TTM)	11
图 18	各行业 PB 最新值 (LF)	11
图 19	各行业 PE 历史分位水平 (13 年以来)	11
图 20	各行业 PB 历史分位水平 (13 年以来)	11

表目录

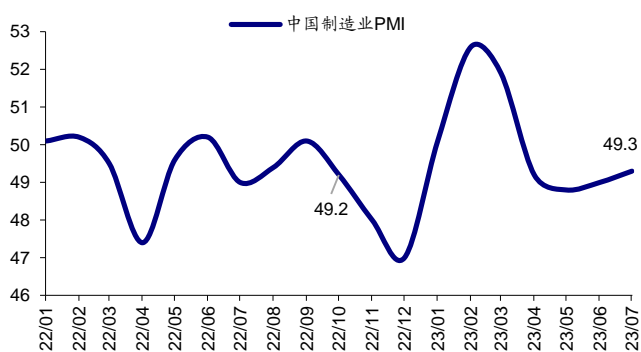
表 1	政治局会议后各项政策逐步落地.....	6
表 2	当前 A 股估值已经接近去年 10 月底的水平.....	8

8月A股市场转为调整，本周跌幅有所扩大，目前上证指数、沪深300指数高于去年10月底的低点，但创业板指已经跌破去年10月底的低点。市场回调根本上是源于投资者对经济和企业基本面以及宏观政策的担忧，那么，本篇周报就从这些方面对比当前和去年10月底的市场，并对后续走势进行分析。

1. 市场策略：对比当前与去年10月底的市场

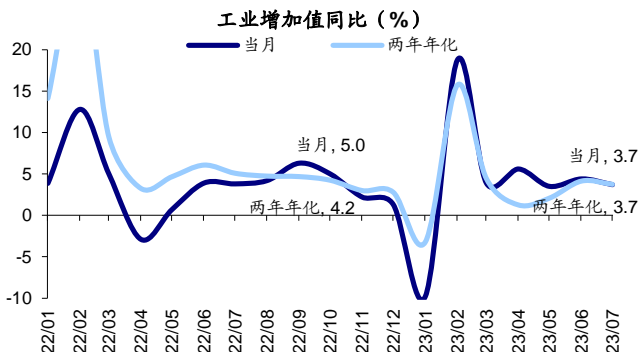
宏观层面，当前经济在读数上接近去年10月，但趋势上当前已经从低点开始改善。从制造业景气看，22年10月中国制造业PMI为49.2%，从22年9月的阶段性高点下滑0.9个百分点，下行至22年12月见底；23年7月制造业PMI为49.3%，略高于去年10月底，尽管仍在枯荣线以下，但已经连续2个月回升。从生产活动看，22年10月工业增加值当月同比为5.0%，从22年9月的阶段性高点回落1.3个百分点，下行至23年1月才见底；23年7月工业增加值当月同比为3.7%，低于去年10月底，但暂未形成下行趋势。消费方面，22年10月社零总额当月同比为-0.5%，处于自22年8月以来的下行趋势当中；当前疫情对线下活动的影响基本消除，尽管内需尚未完全恢复，但消费整体还是优于去年10月底，23年7月社零总额当月同比为2.5%，相较23年6月小幅改善。地产方面，22年10月地产销售和 investment 数据再度下滑，商品房销售额当月同比为-23.7%，房地产开发投资当月同比为-16.0%；23年7月商品房销售额当月同比为-24.1%，房地产开发投资当月同比为-17.8%，尽管当前地产数据读数上略低于22年10月底，但已经开始小幅改善。

图1 PMI 高于去年10月且在上升趋势



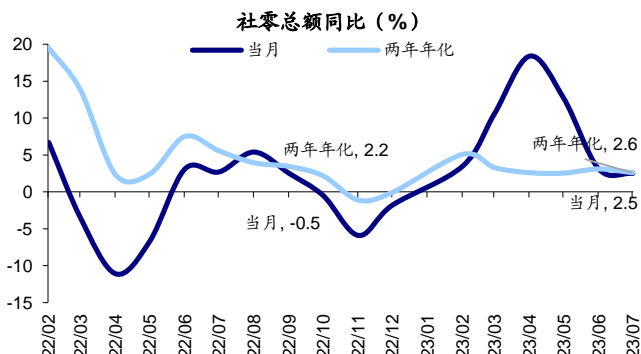
资料来源: Wind, HTI

图2 工业增加值同比低于去年10月



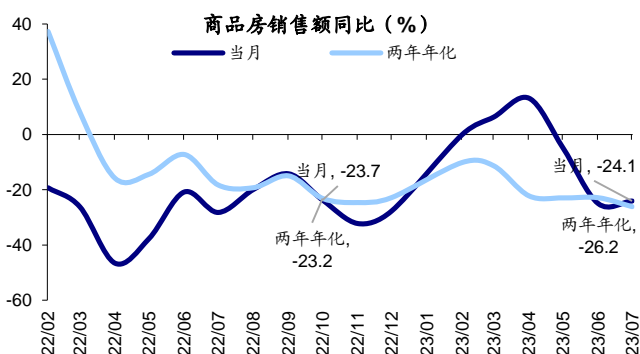
资料来源: Wind, HTI

图3 社零总额同比高于去年10月



资料来源: Wind, HTI

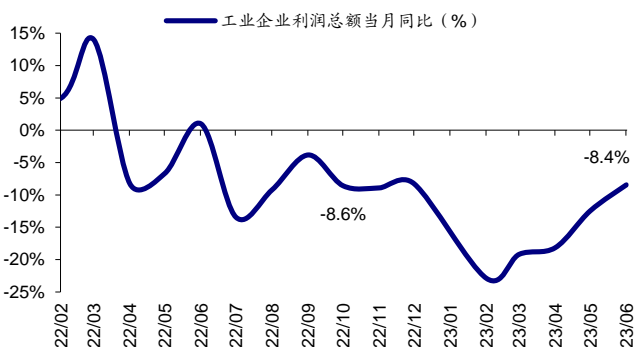
图4 地产销售同比略低于去年10月



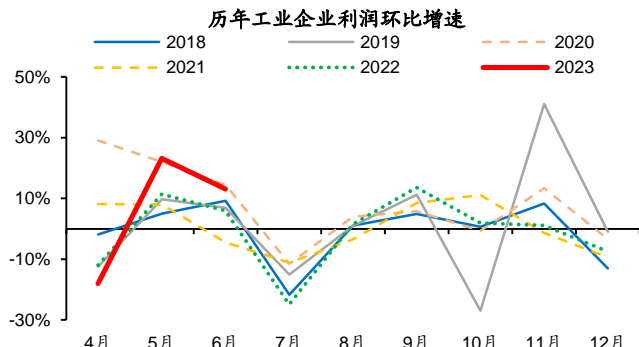
资料来源: Wind, HTI

盈利层面，去年10月企业盈利仍在下行趋势中，当前盈利正在持续改善。上市公司层面，全部A股22Q3归母净利润累计同比为2.5%，相较22Q2下滑0.8个百分点，全A剔除金融后22Q3归母净利润累计同比为3.0%，相较22Q2下滑1.5个百分点，整体看去年10月底A股盈利仍在下行趋势当中。而随着去年四季度疫情第一波快速达峰，

对企业经营冲击最大的时刻过去，23年一季度A股盈利已经有改善的迹象，全部A股23Q1归母净利润累计同比为1.3%，相较22Q4上升0.5个百分点，不过剔除金融后23Q1归母净利润单季同比为-5.9%，仍在寻底过程中。A股财报数据相对滞后，如果看工业企业数据，22年10月工业企业利润总额当月同比为-8.6%，相较22年9月下滑4.8个百分点，处于下降趋势当中，直至23年2月才见底；23年6月工业企业利润总额当月同比为-8.4%，略高于去年10月，已经连续4个月提升，并且从环比增速的季节性规律看，5-6月工业企业利润修复的力度明显强于22年，也显著高于历史均值。换个维度看，企业盈利与PPI呈高度正相关关系，7月PPI当月同比为-4.4%，已经触底回升，有望结束自21年10月以来的下降趋势，意味着企业盈利有望更好地修复。

图5 工业企业利润总额同比高于去年10月


资料来源: Wind, HTI

图6 工业企业利润总额环比修复力度强于季节性


资料来源: Wind, HTI

政策层面，去年10月疫情和地产政策尚未优化，当前政策已经全面聚焦稳增长。

22年下半年稳增长政策开始逐步发力，例如9月28日时任总理李克强在稳经济大盘四季度工作推进会议上强调要扩大有效投资和促进消费，推动政策举措全面落地见效，确保经济运行在合理区间。不过，去年10月政策以托底经济为主，对经济和市场有较大提振作用的防疫政策调整和民营地产“三支箭”也是在22年11月才开始陆续出台。相比之下，当前政策环境对市场更加有利，对投资者预期形成更强的支撑。一方面，随着去年11月开始国家对疫情防控政策进行调整以及12月第一波新冠感染人数快速达峰之后，疫情对经济的影响基本消除。另一方面，7月24日中共中央政治局会议的召开意味着当前稳增长政策已经开始全面转向扩内需，会议强调要“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”。我们在《政治局会议后政策落地情况及市场表现-20230813》中分析过，7月政治局会议之后各领域的政策逐步落地，房地产政策持续“调整优化”，相关部门已相继跟进发布促消费政策举措。此外，相比去年10月底，当前资本市场得到政策的高度重视，政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，此后证监会等相关部门陆续出台措施（详见表1）。

表1 政治局会议后各项政策逐步落地

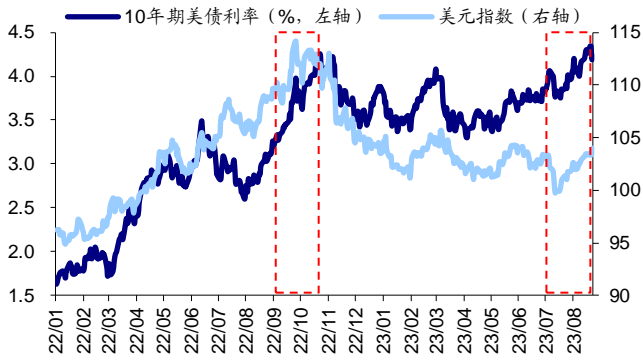
方向	日期	部门/会议	具体内容
地产	7月24日	中共中央政治局会议	指出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，并提出“因城施策用好政策工具箱”、“促进房地产市场平稳健康发展”。
	7月27日	住房和城乡建设部企业座谈会	表示将落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。
	7月31日	国务院常务会议	强调“要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措”。
	8月1日	中国人民银行、国家外汇管理局2023年下半年工作会议	表示“将因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行”，“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”。
	8月17日	央行二季度货币政策执行报告	表示要适应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，促进房地产市场平稳健康发展；落实好“金融16条”，保持房地产融资平稳有序；因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求。
	8月18日	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合电话会议	强调要积极推动城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。调整优化房地产信贷政策；要继续推动实体经济融资成本稳中有降，规范贷款利率定价秩序，统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系。
	8月25日	三部门联合推动落实购买首套	通知明确，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家

		房贷款“认房不用认贷”政策措施	庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套房执行住房信贷政策。
消费	7月24日	中共中央政治局会议	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，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”
	7月28日	国家发展和改革委员会《关于恢复和扩大消费的措施》	发布20条措施，要求进一步满足居民消费需求、释放消费潜力，具体措施包括扩大新能源汽车消费，提升家装家居和电子产品消费，扩大餐饮服务消费，丰富文旅消费，开展绿色产品下乡，壮大数字消费等。
	7月31日	国务院政策例行吹风会	工信部表示将在推动智能家电产品升级和附加值提升方面重点开展工作，文旅局强调将从完善政策环境、抓好平台载体建设两方面发力进一步释放文化和旅游的消费活力，市场监管局指出将会同相关部门出台改善消费环境的意见，启动全国放心消费示范城市创建。
	8月4日	国家发展改革委、财政部、中国人民银行、国家税务总局联合新闻发布会	发改委表示将实施好恢复和扩大消费的系列政策，促进汽车等大宗消费，延续实施促进二手车消费等阶段性政策。
	8月16日	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，提振大宗消费，调动民间投资积极性，扎实做好重大项目前期研究和储备”。
资本市场	7月24日	中共中央政治局会议	指出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。
	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	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，提出优化资金供求，合理把握IPO、再融资节奏等；着力提升上市公司回报，将强化分红引导、放宽回购标准、推动资产并购重组等；交易层面提出降低交易成本、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。
	8月18日	证监会指导沪深北交易所降费、召开证券基金私募机构座谈会	证监会指导上交所、深交所、北交所自8月28日起进一步降低证券交易经手费，沪深降幅达30%，北交所降幅达50%，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。
	8月22日	财政部、税务总局、中国证监会、国家发改委	延续6项涉及资本市场税收优惠的政策，具体包括：延续实施上市公司股权激励有关个人所得税政策，延续实施沪港、深港股票市场交易互联互通机制和内地与香港基金互认有关个人所得税政策，支持货物期货市场对外开放有关增值税政策，延续实施支持原油等货物期货市场对外开放个人所得税政策，延续实施创投企业个人合伙人所得税政策，继续实施创新企业境内发行存托凭证试点阶段有关税收政策。

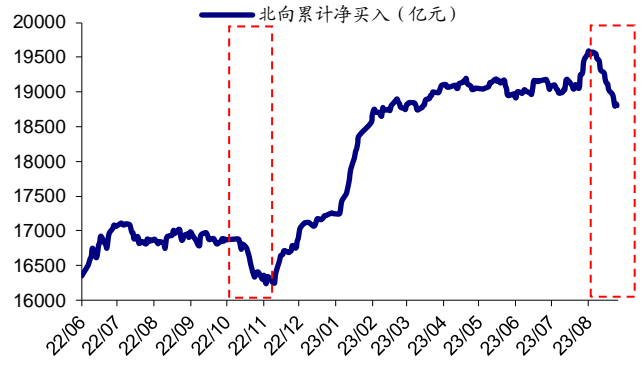
资料来源：中国政府网，人民网，新华社，央视网，证监会，HTI

市场层面，当前A股同样面临外资流出的压力，指数位置已经接近去年10月底。

近期市场弱势与去年10月底较为类似，都是在美债利率攀升和美元强势的背景下，外资持续流出导致的持续下跌。去年下半年在高通胀压力下美联储连续加息，美债利率持续攀升高位，叠加对中国经济和政策的担忧，外资大幅流出A股市场，其中10月单月北向资金就净流出了573亿元，这就加剧了A股下跌趋势。今年8月A股也面临着外资流出的压力，背后的原因同样是美债利率重回高点，叠加政治局会议后政策落地的不确定性，8月（截至2023/8/25）北向资金最大净流出779亿元，进而导致A股下跌。经历类似的快速下跌后，对比指数点位、估值和风险溢价率，当前A股已经接近去年10月底的位置。当前上证指数PE(TTM, 下同)/自13年来分位数为12.6倍/31.9%，沪深300仅为11.4倍/26.1%，创业板指仅为29.1倍/1.9%，万得全A仅为16.7倍/30.0%；上证指数PB(LF, 下同)/自13年来分位数为1.3倍/10.4%，沪深300仅为1.3倍/10.4%，创业板指仅为4.1倍/10.9%，万得全A仅为1.6倍/7.2%。同时，在3年滚动视角下，当前A股风险溢价率处于均值+1倍标准差，股债收益比处于均值+2倍标准差，可见当前市场风险偏好已经很低。

图7 当前与去年10月底均面临海外流动性收紧的压力


资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/8/24

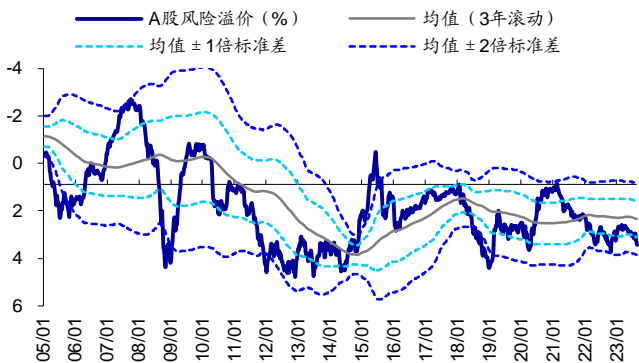
图8 当前与去年10月底北向资金均大幅流出


资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/8/25

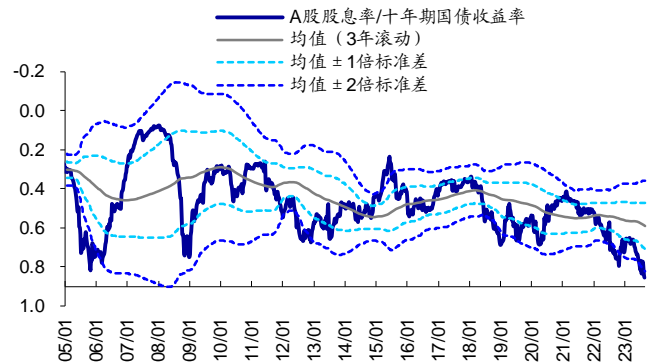
表2 当前A股估值已经接近去年10月底的水平

指数	当日最低点位(点)		PE (TTM, 倍)		PE 自13年来分位数 (%)		PB (LF, 倍)		PB 自13年来分位数 (%)		风险溢价率 (%)	
	22/10/31	最新	22/10/31	最新	22/10/31	最新	22/10/31	最新	22/10/31	最新	22/10/31	最新
上证综指	2885	3053	11.4	12.6	17.9	31.9	1.2	1.3	0.0	10.4	6.1	5.4
上证50	2288	2467	8.3	9.7	14.7	39.3	1.1	1.2	1.1	44.2	9.4	7.8
沪深300	3496	3696	10.3	11.4	15.8	26.1	1.2	1.3	1.3	10.4	7.1	6.2
创业板指	2228	2033	37.4	29.1	6.6	1.9	4.8	4.1	30.5	10.9	0.0	0.9
科创50	992	865	40.0	38.0	6.9	2.8	4.4	3.8	3.4	0.1	-0.2	0.1
中证500	5744	5560	22.1	22.0	19.2	17.4	1.6	1.7	1.3	7.9	1.9	2.0
中证1000	6201	5856	28.6	33.8	10.4	25.0	2.3	2.1	18.5	6.6	0.8	0.4
国证2000	7511	7306	40.1	42.0	37.7	43.2	2.1	2.1	19.6	13.1	-0.2	-0.2
万得全A	4525	4653	15.8	16.7	25.7	30.0	1.5	1.6	4.1	7.2	3.7	3.4

资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/8/25

图9 A股风险溢价率


资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/8/25

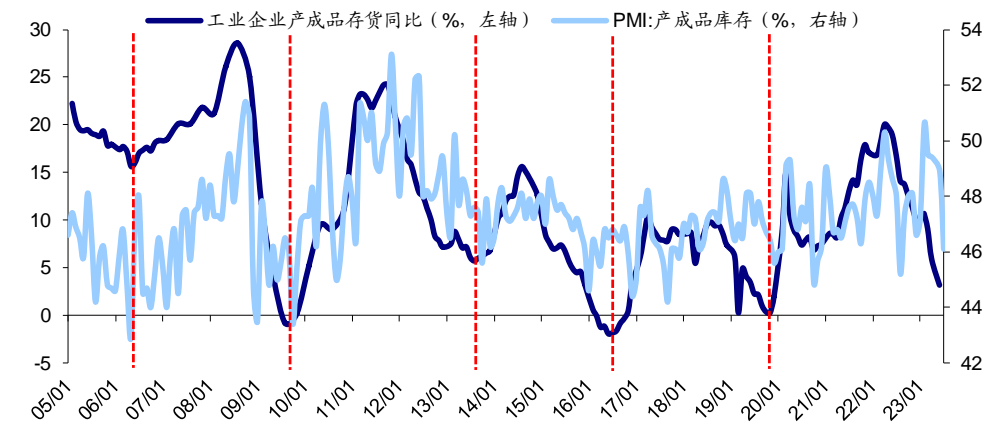
图10 A股股债收益比


资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/8/25

目前市场已经到达底部区域，后续政策落地见效有望推动市场见底回升。8月海内外市场共振下跌，但A股跌幅相对更大，主要还是因为投资者对国内经济复苏和政策落地存疑，叠加海外流动性收紧导致外资流出。但从历史对比角度看，过去北向有过5次大额流出，分别是2019/4/4-2019/5/27的785亿元、2020/2/21-2020/3/23的1084亿元、2020/7/14-2020/9/30的898亿元、2022/1/25-2023/3/25的891亿元、2022/7/11-2022/11/3的864亿元，本轮外资已经流出771亿元，接近过去5次的平均水平，反映负面因素已经消化较为充分。后续若要扭转投资者预期，归根结底需要看到国内政策落地见效以及经济显著修复。当前稳增长政策正持续加码，8月16日国务院总理李强主持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”，8月25日住建部、央行、金管局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施；资本市场

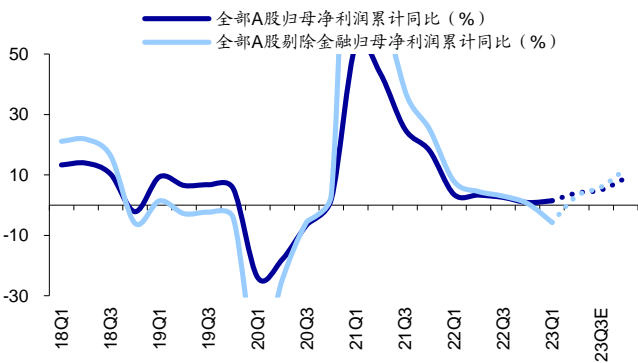
方面，8月24日证监会召开社保基金和部分大型银行保险机构负责人座谈会，提出为中长期资金参与资本市场提供更加有力的支持保障；此外在政策的鼓励下，A股多家公司宣布回购。下半年随着我国政策落地见效及经济周期见底回升，投资者对经济和盈利的预期有望回暖，进而使市场重回基本面驱动。同时，我们认为下半年库存周期的见底回升是驱动我国经济修复的重要动力，根据历史我们推断本轮库存周期或将于23Q2-Q3见底，详见《库存周期的位置及行业差异-20230722》。随着库存周期见底回升，我们预计经济增长有望提速，全年GDP同比增速有望达5.3%。在经济回暖的背景下，我们预计Q2-Q4 A股盈利将稳步复苏，23年全A归母净利润同比增速有望接近10%。

图11 本轮库存周期或将于23Q2-Q3见底



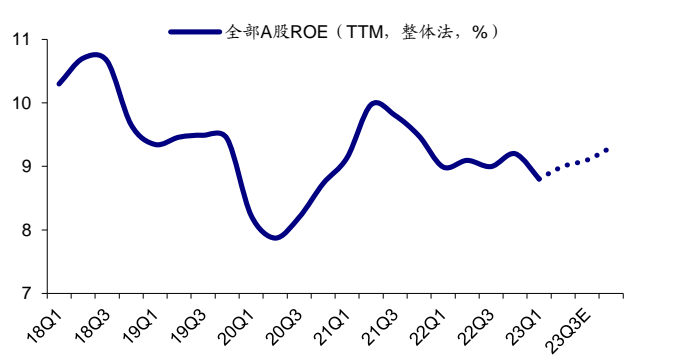
资料来源：Wind, HTI

图12 预计23年全A盈利增速逐级向上



资料来源：Wind, HTI 测算

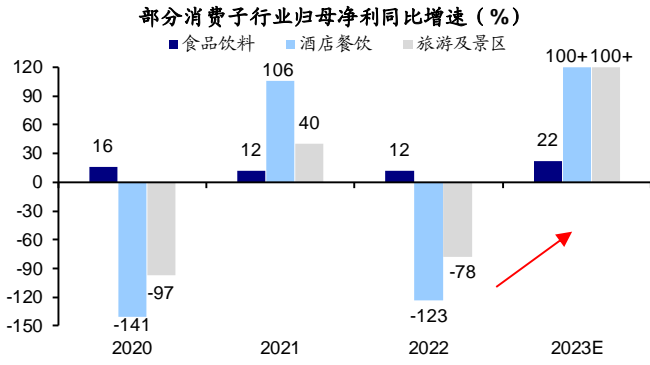
图13 23年A股ROE有望持续改善



资料来源：Wind, HTI 测算

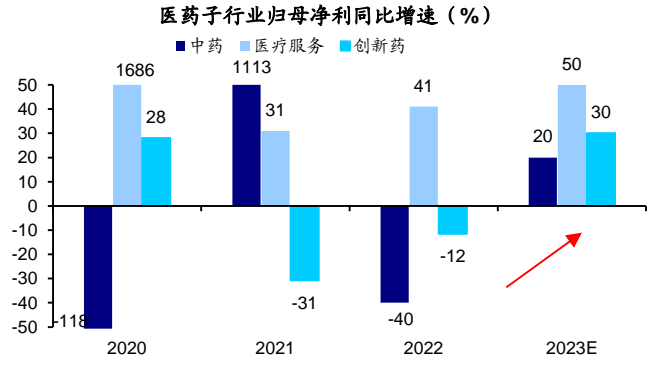
行业角度关注性价比高的消费，科技是中长期主线。短期看，低估低配的消费在政策催化下有望表现更优。当前消费板块的估值和基金配置已处在历史低位：从估值看，截至23/08/25大消费板块的PE（TTM，下同）处于2013年以来46%的历史分位；从机构配置看，23Q2消费板块超配比例下降至7.8个百分点，处于13年以来20%的历史分位。在政策刺激下市场对消费的基本面预期有望扭转，未来一段时间消费的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡，前期跌幅较大的消费板块有望迎来反转。此外，随着后续扩内需和活跃资本市场的相关政策落地，地产和券商也有望明显受益。中长期看，科技仍是主线，从政策和技术端关注业绩释放的方向。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。我们或可从政策和技术这两个角度出发，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14 消费子行业的归母净利增速有望迎来改善



资料来源: Wind, HTI 预测

图15 医药基本面有望迎来改善



资料来源: Wind, HTI 预测

图16 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	45.7		30.5%	8.0%	19.5	
农林牧渔	28.0	24.6		1.4%	-0.2%	19.5	
家用电器	13.5	14.9		2.7%	-0.8%	41.4	
食品加工	22.9	0.1		0.5%	0.3%	48.7	
白酒	30.4	61.9		10.9%	1.5%	48.7	
纺织服装	23.7	33.9		0.4%	0.4%	46.3	
轻工制造	28.9	44.8		0.7%	0.5%	19.5	
医药生物	24.8	8.6		12.0%	5.4%	39.0	
商贸零售	34.0	68.5		0.6%	0.0%	48.7	
社会服务	77.9	73.0		0.7%	0.6%	34.1	
美容护理	42.1	54.5		0.5%	0.1%	36.5	

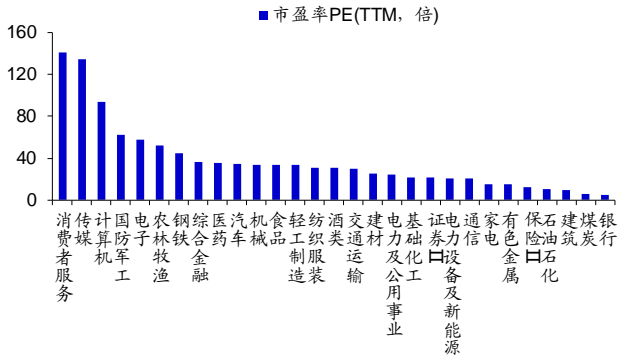
资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/8/25

2. 估值跟踪: 银行、煤炭等估值较低

行业估值绝对值来看, 截至 2023 年 8 月 26 日 (下同), PE (TTM, 下同) 历史分位水平处于 13 年以来 10% 以下的行业有电力设备及新能源、有色金属、煤炭、通信; 处于 10%-20% 的行业有石油石化、银行、机械、基础化工、医药; 处于 20%-40% 的行业有家电、保险、食品、建筑、国防军工; 处于 40% 以上的行业有综合金融、证券、轻工制造、纺织服装、酒类、计算机、农林牧渔、电力及公用事业、电子、建材、汽车、钢铁、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 (6.2 倍)、建筑 (9.9 倍), 最高的行业是消费者服务 (141.2 倍)、传媒 (134.3 倍)、计算机 (93.6 倍)。

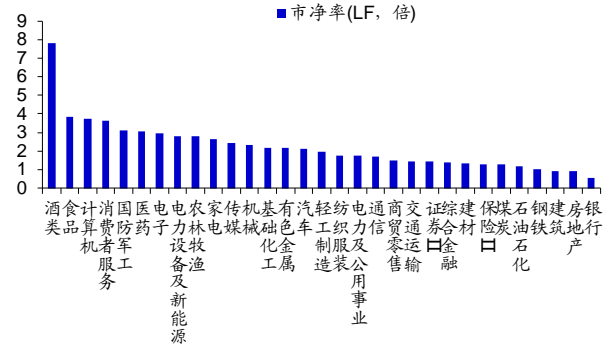
依据 PB (LF, 下同) 衡量, PB 历史分位水平处于 13 年以来 10% 以下的行业有建材、医药、食品、房地产、轻工制造、银行、建筑、电子、通信、保险; 处于 10%-20% 的行业有纺织服装、农林牧渔、基础化工、综合金融、交通运输、商贸零售、有色金属、证券; 处于 20%-40% 的行业有计算机、钢铁、家电、传媒、机械、消费者服务、国防军工、汽车、电力及公用事业、电力设备及新能源; 处于 40% 以上的行业有石油石化、煤炭、酒类。PB 绝对值最低的行业是银行 (0.6 倍)、房地产 (0.9 倍)、建筑 (0.9 倍), 最高的行业是酒类 (7.8 倍)、食品 (3.8 倍)、计算机 (3.7 倍)。

图17 各行业 PE 最新值 (TTM)



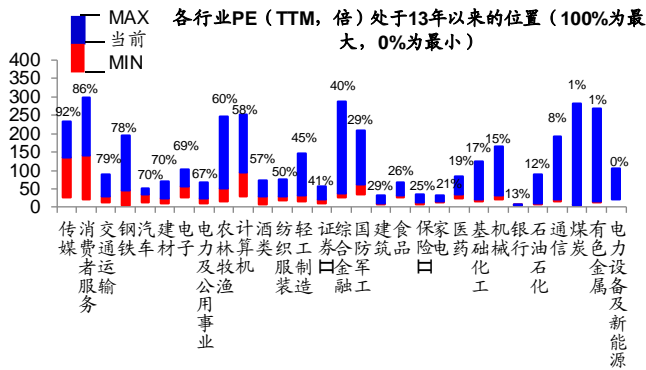
资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/25

图18 各行业 PB 最新值 (LF)



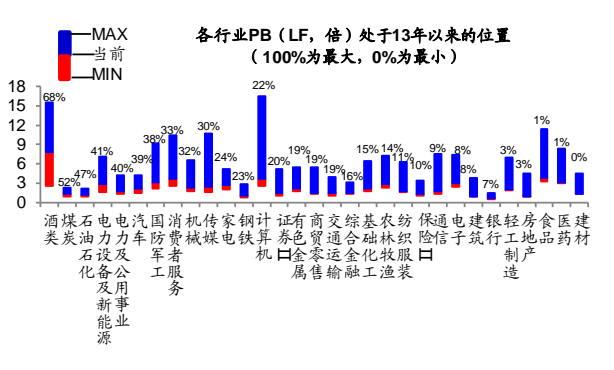
资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/25

图19 各行业 PE 历史分位水平 (13 年以来)



资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/25

图20 各行业 PB 历史分位水平 (13 年以来)



资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/08/25

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

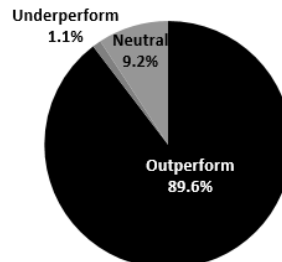
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

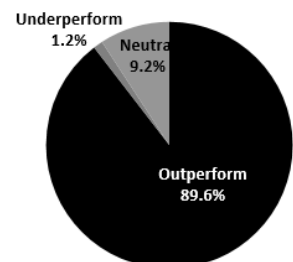
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains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

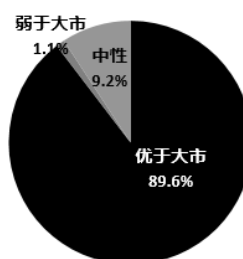
Most Recent Full Quarter



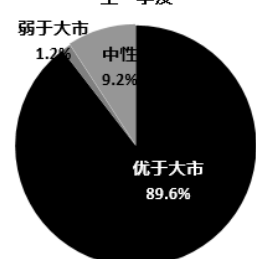
Prior Full Quarter



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

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>
