

## 美国新一轮减税：三个风险

Zhonghua Liang  
zh.liang@htisec.com

Amber Zhou  
amber.lh.zhou@htisec.com

### 本报告导读：

美国减税法案尽管有提振经济的一面，也需要关注减税法案蕴藏的三大风险：融资风险（不合宜的美债供给压力）、经济风险（不公平的收入分配效应）、信任风险（不友好的国际税收政策）。

### 投资要点：

- 5月22日美国众议院通过的“大漂亮法案”（OBDD法案）：
  - ✓ 减税延期为美国实体经济投下了一颗“定心丸”。OBDD法案主要延长了2017年减税与就业法案（TCJA法案）中关于个人所得税的减税条款，此外拓展了企业所得税的抵扣范围。由于TCJA法案的多数条款在2025年底到期，OBDD法案的减税延期起到了稳定居民和企业税收政策预期的作用。
  - ✓ OBDD法案对赤字的影响比预期更加“温和”。法案预计在未来10年共增赤2.3万亿美元，比2月25日通过的预算决议草案减少9000亿美元。主要变化在减支，法案大幅削减了绿色补贴、医保支出、食品补助等福利项目。
  - ✓ 法案本身没有显著改变美国财政的债务扩张路径。由于节奏安排上减税在前、减支在后，赤字率将先突破7%，后回落至6.5%左右。政府债务率的长期趋势也没有发生明显调整，这也符合“伯德法则”对于预算法案增赤的限制规则。
- 尽管法案增赤幅度不大，但美国政府债务扩张依然存在超出长期趋势的可能性，赤字路径尚未可知：
  - ✓ 一是，“先减税、后减支”的节奏安排有着明显的政治迎合特征，减支在后期的实际执行或大打折扣。
  - ✓ 二是，关税对赤字的扰动，关税会侵蚀个人所得税和企业所得税的税基，对经济的拖累也会对赤字率的分母端造成影响。
  - ✓ 三是，“PAYGO”准则的名存实亡，自动减支的豁免条款或不断增强国会两党对扩张性财政的路径依赖。
- 市场或忽视了OBDD法案蕴藏的三大风险：
  - ✓ 融资风险（不合宜的美债供给压力）：由于减支安排在预算协调窗口后期，2028年前减税对于美债供给压力尤其高。法案创造了“不合时宜”的美债供给压力，在高通胀、高利率、低储蓄率的环境下，财政扩张容易使财政陷入长债需求短缺和短债成本高企的两难境地，加剧供需错配，提升融资溢价。
  - ✓ 经济风险（不公平的收入分配效应）：部分税改条款具有明显的累退性，这加剧了美国社会的贫富差距。此外由于多数减税条款是“延长”而非“新增”，需要降低减税对拉动经济的期望。
  - ✓ 信任风险（不友好的国际税收政策）：法案新增“对等所得税”和“汇款税”对进入美国的资本和劳动要素征税。这两项税收政策连同关税，会进一步催化对美元体系的不信任交易，对国际收支格局造成扰动，使美国陷入“美元信用破裂→资本流入放缓→增赤成本高企→融资利率抬升/挤出私人投资→经济难回复苏→美元信用破裂进一步强化”的负反馈循环中。打破这一循环只能依靠美国自身信用的修复。
- 风险提示：预算协调窗口后期美国财政赤字扩张超预期，关税对美国经济的拖累超预期，美国信用破裂交易进一步强化

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. 新一轮减税: 变化和影响 .....	3
2. 融资风险: 不合宜的美债供给压力 .....	7
3. 经济风险: 不公平的收入分配效应 .....	9
4. 信任风险: 不友好的国际税收政策 .....	10
5. 风险提示 .....	11

## 1. 新一轮减税：变化和影响

5月22日，美国众议院通过2025财年预算协调法案“**One Big Beautiful Bill Act**”（简称**OBBB法案**，中文译作“**大漂亮法案**”）。预算协调法案在一届美国政府任期中通常只有一个，擘画了未来5年乃至10年的财政赤字路径。

**OBBB法案**内容的关键词是“**减税**”，它对**2017年**美国国会通过的“**减税与就业法案**”（**Tax Cut and Jobs Act, TCJA**）的相关条款进行了延期和拓展。我们在图1-3中列示了**TCJA法案**和**OBBB法案**分别关于个人所得税、企业所得税和国际企业税收制度的主要条款调整情况。

图1：2017年TCJA法案和2025年OBBB法案关于个人所得税的主要条款

	2017年TCJA法案实施前				2017年TCJA法案				2025年OBBB法案	
	应税收入				应税收入					
税率	未婚申报人		已婚家庭申报人		未婚申报人		已婚家庭申报人			
	高于	不高于	高于	不高于	高于	不高于	高于	不高于		
	-	9,525	-	19,050	-	9,525	-	19,050		
	9,525	38,700	19,050	77,400	9,525	38,700	19,050	77,400		
	38,700	93,700	77,400	156,150	38,700	82,500	77,400	165,000		
	93,700	195,450	156,150	237,950	82,500	157,500	165,000	315,000		
	195,450	424,950	237,950	424,950	157,500	200,000	315,000	400,000		
	424,950	426,700	424,950	480,050	200,000	500,000	400,000	600,000		
	426,700	-	480,050	-	500,000	-	600,000	-		
替代最低税 (Individual alternative minimum tax, AMT)	AMT是为了防止高收入者申报过多扣除项而少缴税，AMT会比较纳税人申请扣除项和其他税收优惠前后的应纳税款，并要求纳税人上缴较高者				提高了AMT计算规则中的免征额度，2025年到期				TCJA提高的AMT免征额度永久化	
标准扣除 (Standard deduction)	计算应税收入时的标准扣除额度				可扣除额度翻倍，2025年到期				TCJA提高的标准扣除额度永久化，此外2028年前标准扣除再提升\$1000	
个人及受抚养人扣除 (Personal and dependent exemptions)	适用于纳税人和受抚养人的扣除项目				废除，用儿童税收抵免项目代替，2025年到期				永久废除	
儿童税收抵免 (Child tax credit)	适用于家庭有17岁以下儿童的扣除项目，但对于高收入家庭抵扣额度降低				17岁以下儿童抵扣额度翻倍，增加其他被抚养人的抵扣项目，提高抵扣额度降低的适用收入门槛，提高可退税额度，2025年到期				TCJA提高的儿童税收抵免额度永久化，此外2028年前再提高\$500	
州和地方政府税收抵扣 (State and local tax deduction)	缴纳联邦政府税时，可以全面抵扣缴纳给州和地方政府的税（包括地产税、财产税、所得税、消费税等）				州和地方政府税收可抵扣额度限制为\$10000，2025年到期				州和地方政府税收可抵扣额度限制提升到\$15000（单身）/\$30000（已婚家庭），对于最高税率适用32%的纳税人，可抵扣额度随收入递减至\$10000，该条款永久化	
房贷利息抵扣 (Mortgage interest deduction)	110万美元以下房贷的利息可抵扣				降低可抵扣利息的房贷额度（110万美元降至75万美元），2025年到期				TCJA对于可抵扣利息的房贷额度限制永久化	
项目抵扣限制 (Overall limit on itemized deductions)	对于高收入纳税人，项目可抵扣额度会随收入增加逐步减少				没有项目抵扣限制，2025年到期				项目抵扣限制取消永久化，但对于适用37%税率的人群，可抵扣额度减少2/37，即有效税率提升至39%	
遗产税 (Estate tax)	遗产规模超过门槛适用				适用门槛翻倍，2025年到期				适用门槛再提升，并且永久化	
医保惩罚税 (Affordable Care Act penalty tax)	《平价医疗法案》下，未购买合格医疗保险的纳税人需缴纳惩罚税				取消惩罚税，永久化				-	
小费抵扣 (Deduction for tips)	-				-				年收入低于\$16万的纳税人可抵扣小费，2028年到期	
加班费抵扣 (Overtime compensation deductions)	-				-				加班费免税，2028年到期	
车贷利息抵扣 (Deductions for car loan interest)	-				-				计算应税收入时可抵扣至多\$10000车贷利息，年收入高于\$10万的纳税人抵扣递减，2028年到期	

数据来源：美国国会，Proskauer Rose LLP，HTI

注：红字代表减税条款，蓝字代表增税条款，图2-3同。

**减税延期**为美国实体经济投下了一颗“定心丸”。之所以TCJA法案没有将所有减税条款永久化，是因为预算协调程序中存在“**伯德规则**”的限制：禁止任何超出预算协调窗口期（一般为10年）以外的增支或减税，除非其他条款能够完全覆盖窗口期外的财政成本。鉴于该限制，TCJA中的大多数减税条款将在2025年底到期。OBBB对TCJA主要减税条款的永久化起到了稳定居民和企业税收政策预期的作用，并且还提供了额外的暂时性减税政策，如在2028年（特朗普任期结束）前提升个人所得税标准扣除额度、提升儿童税收抵免额度、增加了三款临时性税收减免政策（小费抵扣、加班费抵扣、车贷利息抵扣）、提高了企业固定资产购置抵扣和利息抵扣额度等。但另一方面，为了平衡预算，OBBB法案大幅削减了绿色补贴、医保支出、为低收入人群提供的食品补助支出等福利项目。

图2： 2017 年 TCJA 法案和 2025 年 OBBB 法案关于企业所得税的主要条款

2017年TCJA法案实施前		2017年TCJA法案	2025年OBBB法案
税率	应税收入	税率	
	高于	(%)	
	-	50,000	15
	50,000	75,000	25
	75,000	100,000	34
	100,000	335,000	39
	335,000	10,000,000	34
	10,000,000	15,000,000	35
	15,000,000	18,000,000	38
	18,000,000	-	35
替代最低税 (Corporate alternative minimum tax) 与个人所得税的替代最低税规则类似		取消替代最低税规则，永久化	-
穿透型企业 (Pass-through business)	穿透型企业是指将税收归集到企业主或股东层面收集的企业类型，包括业主制企业、合伙制企业，最高税率39.6%	最高税率降至29.6%，并提供20%的收入抵扣，2025年到期	将收入抵扣从20%提高到23%，条款永久化；此外将穿透型企业的适用税率拓展至商业投资公司 (Business development company)，纳税人从商业投资公司获取分红的有效税率从37%降至28.49%
固定资产购置抵扣	2017年可抵扣50%，随后年份递减，直至2020年为0	可全额抵扣（费用化），2023年开始可抵扣额度递减，直至2027年为0	2025年到2029年的特定类型固定资产购置可以全额抵扣，2030年后不抵扣；此外2029年前制造业、农业、采掘业的固定资产投资还可额外再抵扣100% (bonus depreciation allowance)
利息抵扣	可全额抵扣	营业收入超过2500万美元的企业限制抵扣30%的EBIT	将限制改为30%的EBITDA，即提高利息抵扣限额，2029年到期
利润损失下的税收返还	利润损失可全额抵扣，并可追溯两年税收返还，利润损失抵扣可以保留20年	限制利润损失抵扣幅度为80%，不可追溯税收返还，但可以永久保留损失抵扣，永久化	-
研发费用抵扣	可以全额抵扣（费用化）	2022年开始研发费用需分5年摊销	研发费用可以全额抵扣（费用化），2029年到期

数据来源：美国国会，Proskauer Rose LLP，HTI

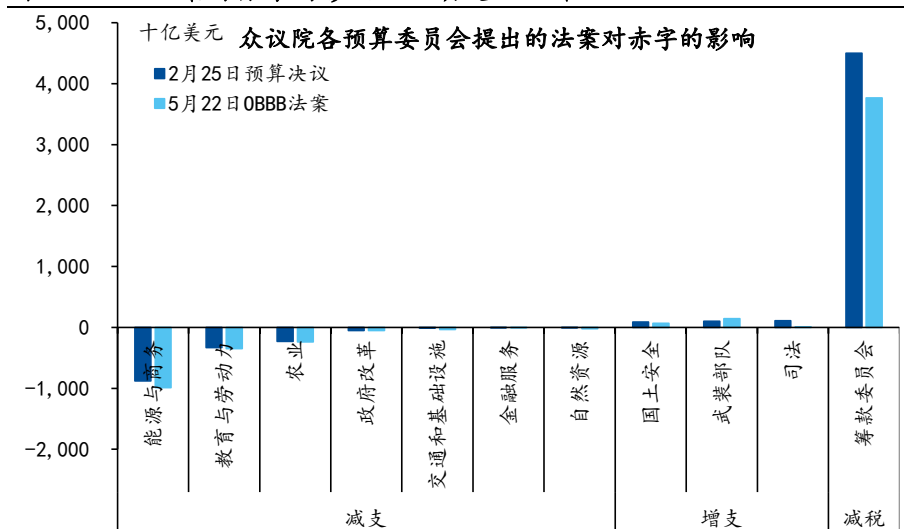
图3： 2017 年 TCJA 法案和 2025 年 OBBB 法案关于国际企业税收制度的主要条款

	2017年TCJA法案实施前	2017年TCJA法案	2025年OBBB法案
税制	全球税收制度：对跨国公司的全球利润征税，海外利润直至汇回国内前都免税，汇回国内后征税，可以抵扣已在海外缴纳的税	<b>属地税收制度：</b> 主要对跨国公司在国内赚取的利润征税，海外利润可以抵扣。TCJA引入参与免税制度 (participation exemption)，允许美国跨国公司从其外国子公司获得的股息免于美国国内税收	-
全球无形资产低税收入 (Global intangible low-taxed income, GILTI)	-	旨在降低企业利用知识产权将利润转移出美国的动机。GILTI是指外国收入超过有形资产规模10%的部分（即认为10%是正常回报率，超过的部分被认为与知识产权回报或利润转移有关）。此外允许抵扣50%的GILTI税款，剩余部分按21%的法定公司税率征税，并将将外国税收抵免限制在外国所得税的80%。2025年到期。	永久化
外国衍生无形收入 (Foreign derived intangible income, FDII)	-	旨在激励企业将知识产权及其相关利润引入美国并在美国保留。外国衍生收入是指公司在美国的收入中与商品或服务出口相关的份额，外国衍生无形收入等于外国衍生收入扣除用于赚取外国衍生收入的有形资产价值的10%（同样FDII假定正常回报率为10%，超过部分与知识产权回报有关）。FDII的37.5%可用于抵扣应税收入，即FDII的实际税率为13.125%。2025年到期。	永久化
税基侵蚀和滥用税 (Base erosion and anti-abuse tax, BEAT)	-	旨在防止在美国运营的国内外公司通过将利润转移出美国来逃避国内纳税义务。适用条件为营收超过5亿美元的大型跨国公司，并且总部位于美国的公司向关联外国公司支付的款项超过税收总扣除额的3%。若满足以上条件，公司需将支付款项加回原应税收入，并按10.5%缴纳所得税。2025年到期。	永久化

数据来源：美国国会，Proskauer Rose LLP，HTI

**OBBB 法案对赤字的影响比预期更加“温和”。**众议院在 5 月 22 日通过的版本预计在未来 10 年共增加赤字 2.3 万亿美元，而 2 月 25 日通过预算决议的增赤幅度达到 3.3 万亿美元。主要变化发生在筹款委员会负责的减税事务上，对绿色补贴的大幅削减超出事前预期，使得减税对赤字的增幅减少 7300 亿美元，此外能源与商务委员会（也与绿色补贴削减有关）和司法委员会也大幅削减了非必要支出，增赤的减少幅度也都在 1000 亿美元以上。

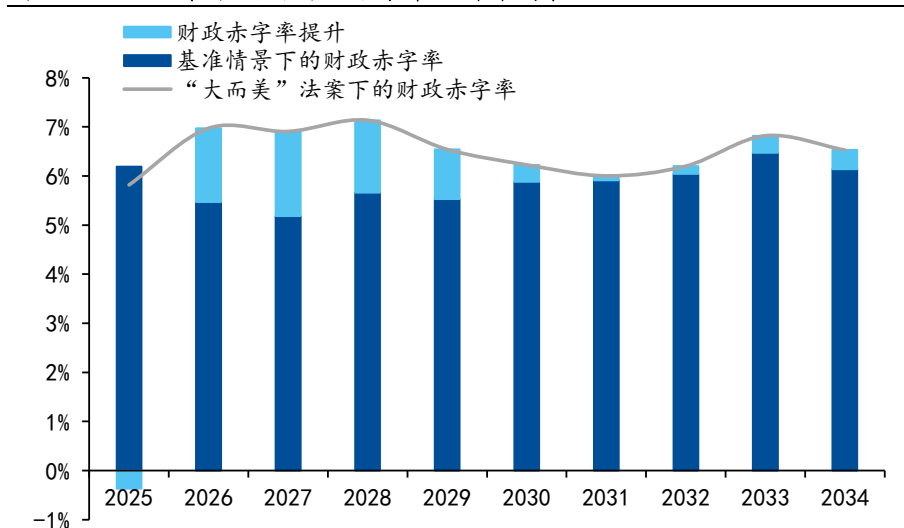
图4: OBBB 法案对赤字的影响比预期更加“温和”



数据来源: 美国国会预算委员会, HTI

OBBB 法案本身没有显著改变美国财政的债务扩张路径。法案年均增赤幅度为 9.7%，但由于节奏安排上减税在前、减支在后，2028 年财政赤字率将由如今的 6% 突破 7%，随后缓步回落至 6.5% 左右。OBBB 法案也没有明显改变政府债务率（政府债务/GDP）的长期趋势，2028 年前政府债务率加速上升，此后回到趋势线附近，这也符合“伯德法则”对于财政增赤的限制规则。

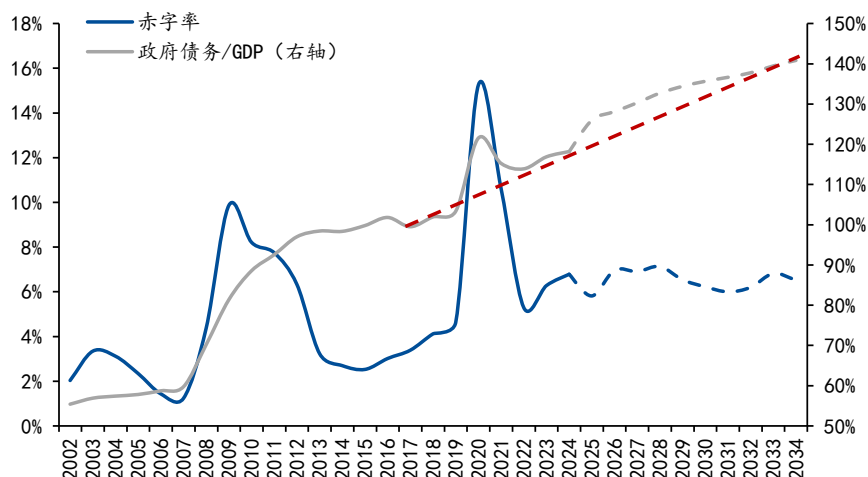
图5: OBBB 法案下美国财政赤字率预计维持在 6.5-7%



数据来源: 美国国会预算委员会, HTI



图6: OBBB 法案没有显著改变美国财政的债务扩张路径



数据来源: 美国国会预算委员会, HTI

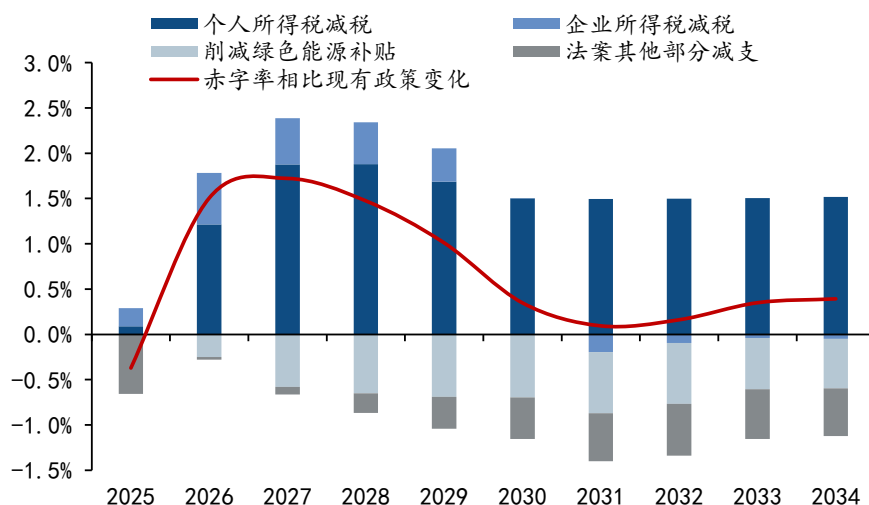
尽管法案增赤幅度不大, 但美国政府债务扩张依然存在超出长期趋势的可能性, 赤字路径尚未可知:

一是, “先减税、后减支”的节奏安排有着明显的政治迎合特征。法案将对经济产生负面影响的减支延迟到了下一届总统任期开始 (2028 年) 之后, 而下一届总统有可能再通过另一个预算协调法案对减支进行再延迟。这样一来, 减支在后期的实际执行或大打折扣, 财政赤字路径也变得更加具有扩张性。

二是, 关税对赤字路径的扰动。一方面, 关税征收会抬升企业生产成本, 挤压生产要素报酬, 从而侵蚀个人所得税和企业所得税的税基。按照各生产要素收入比例和现行税率计算, 关税对其他税种的侵蚀比例达到约 25%, 占 GDP 比重 0.6%。另一方面, 关税对于经济的拖累也对赤字率的分母端造成影响, 2026 年财政赤字率有可能因此接近 8%。

三是, “PAYGO”准则的名存实亡。“PAYGO” (pay as you go) 准则是 1990 年《预算执行法》确立的增赤限制规则, 它要求任何减税或增支的提案都要与另一项减赤的提案相弥补, 否则将触发自动减支条款。OBBB 法案在众议院通过后, 美国国会预算委员会指出若后续没有立法抵消年均 2300 亿美元的赤字增加, 将有可能触发自动减支指令。然而, 自动减支的执行存在豁免情况, 如 2009 年经济复苏法案被国会指定为“紧急需求支出”, 因而豁免于自动减支。在国会两党对扩张性财政的路径依赖不断增强的背景之下, “PAYGO”对财政纪律的约束名存实亡。

图7: “先减税、后减支”的特征令赤字路径仍存不确定性



数据来源：美国国会预算委员会，HTI

## 2. 融资风险：不合宜的美债供给压力

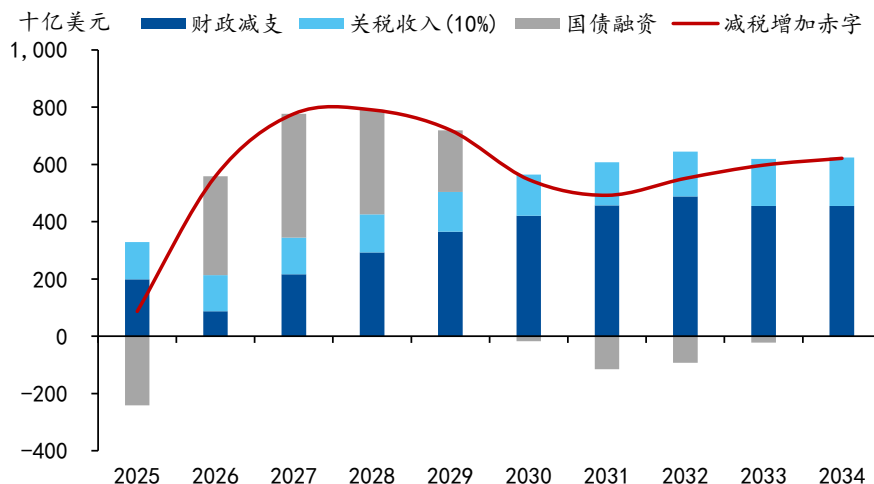
减税对经济起到提振作用的同时，我们也需要关注本次减税法案可能带来的一些风险和挑战。

对于未能实现预算平衡的 OBBB 法案，减税需要依赖额外的国债融资。由于减支安排在预算协调窗口后期，2028 年前减税对于美债供给压力尤其高。即便计入可能征收的 10% 对等关税收入，国债融资也需要上升至至少 20% 以满足减税需求。

政府融资需求增加对应储蓄供应，或求诸于内，或诉诸于外。2017 年以来，美国国内储蓄率呈现趋势性下滑，这进一步强化了经常账户逆差、资本账户顺差的国际收支格局。正是在这个过程中，美国财政扩张的融资需求很大程度上由外部投资者供应。然而，这一融资结构极其脆弱——当外部投资者对财政可持续性产生质疑，美国财政扩张的代价就体现在不断上升的国债风险溢价上，除非美国国内的“储蓄-投资”结构能够迅速扭转，以使国内投资者承接政府融资需求。

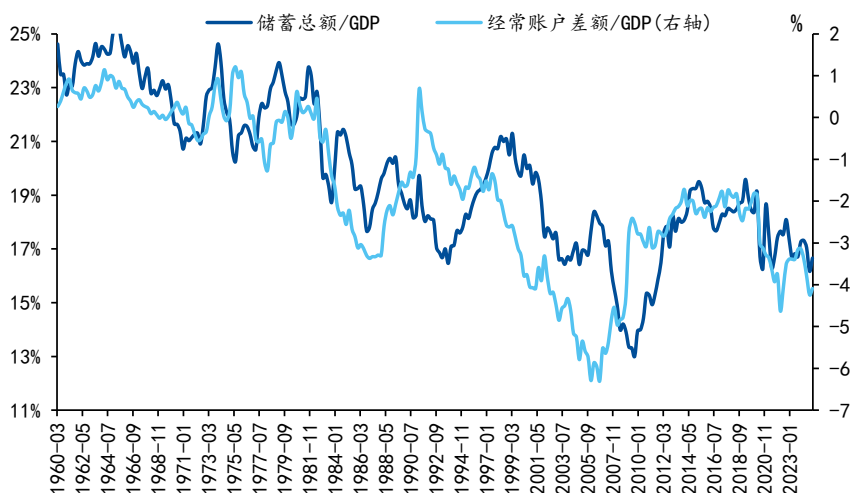
OBBB 法案显然创造了“不合时宜”的美债供给压力，不合宜之处体现在：1）关税加重了对美国通胀前景的担忧，而高通胀作为债务“隐性违约”的主要手段，降低了投资者继续持有美债的意愿；2）美国尚处高利率环境下，这使愿意持有美债的投资者对于未来美国经济增长的要求更高，同时也容易让政府陷入长债需求短缺和短债成本高企的两难境地；3）在国内储蓄率尚未企稳回升的阶段进行财政扩张，容易加剧美债供需错配，提升融资溢价。

图8: 减税增加的财政赤字在 2028 年之前主要依赖增发国债融资



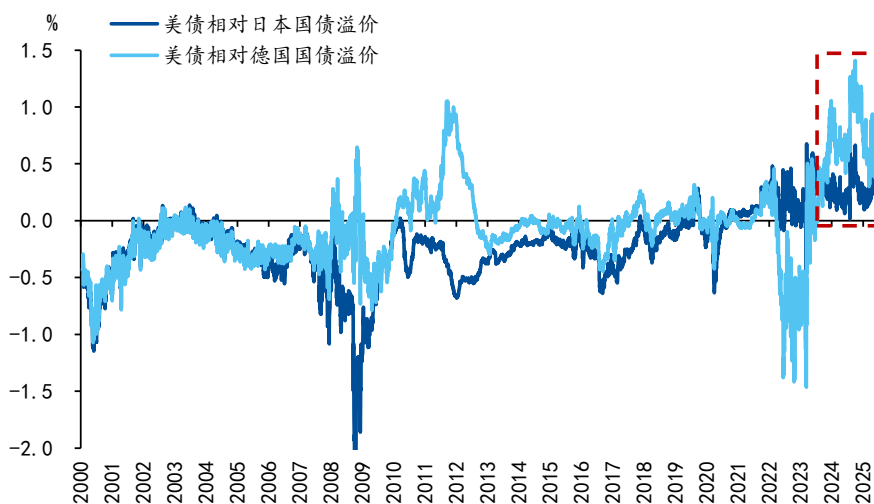
数据来源：美国国会预算委员会，HTI

图9: 决定国际收支格局的“储蓄-投资”结构短期内难以逆转



数据来源：Wind，HTI

图10: 美国财政扩张的代价体现在投资者对风险溢价的要求上



数据来源：Wind，HTI

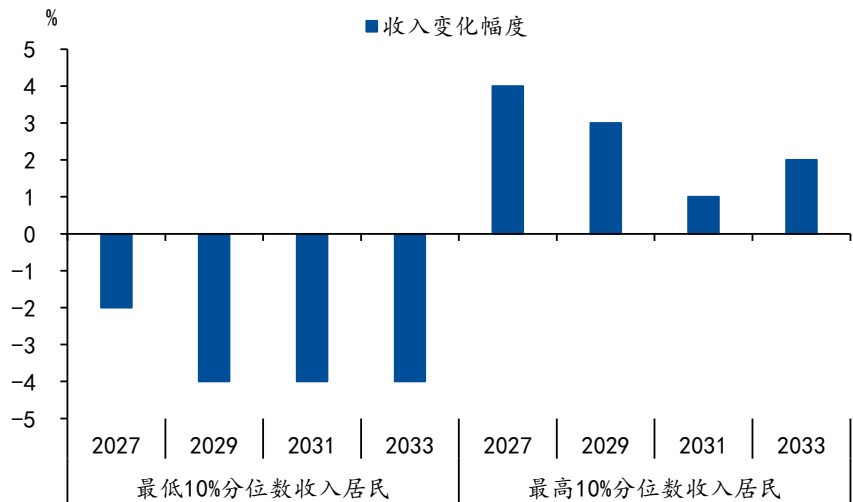


### 3. 经济风险：不公平的收入分配效应

**OBBB 法案可能有加剧美国贫富差距的风险。**从居民部门的收入分配效应来看，到 2027 年，最高收入群体（收入最高 10%分位的居民）的收入将增长 4%，而最低收入群体（收入最低 10%分位的居民）的收入将下降 2%，2029 年后下降幅度还将有所扩大。

**部分税改条款具有明显的累退性。**一是提升了税收减免或抵扣上限，包括提高了州和地方税收抵扣上限、遗产税适用收入门槛、取消项目抵扣限制等，任何提升抵扣上限的税改都主要惠及高收入群体；二是税收减免在预算协调窗口后期主要采取削减福利支出进行融资，本质上是用低收入群体补贴高收入群体，从而产生极不公平的收入分配效应；三是提升穿透型企业收入抵扣以及拓展适用企业范围，归根到底是在降低富裕家庭的税率，因为这类企业的股东大多都是高收入居民。

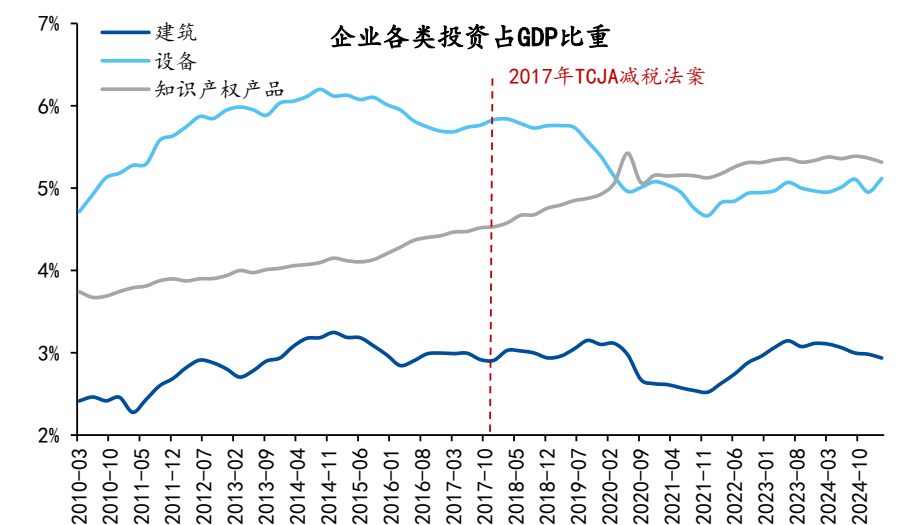
图11：OBBB 法案主要利好高收入群体



数据来源：美国国会预算办公室，HTI

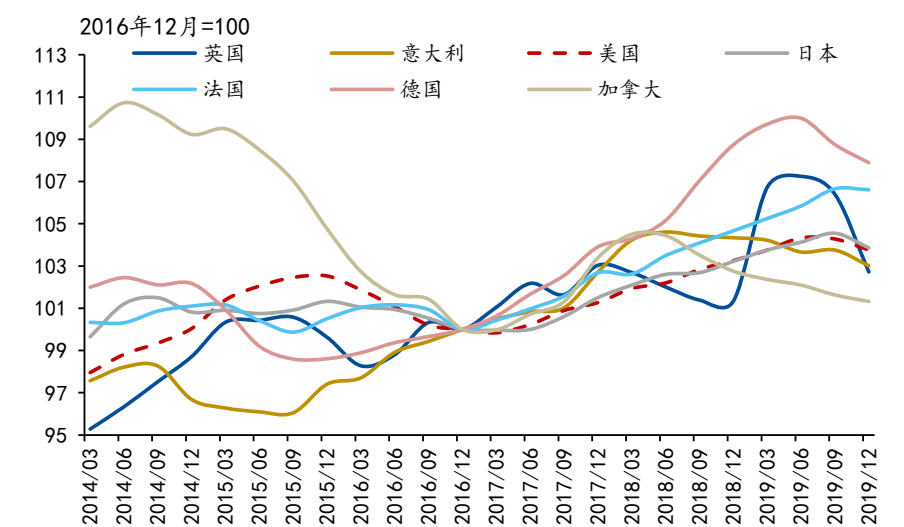
**OBBB 法案的大多数减税条款是“延长”而非“新增”，导致尽管财政赤字增加，但经济上的边际影响却远不如减税开始时。**更何况回头来看，2017 年 TCJA 法案对经济增长的促进效应也不明显。以企业投资为例，TCJA 法案对企业购置固定资产实施了全额抵扣政策，但法案实施后两年，建筑和设备投资占 GDP 比重并未显著增加，而未在税收减免范围内的知识产权投资仍保持增长。跨国比较结果也未凸显 TCJA 法案对美国企业投资的促进作用，2017-2019 年美国投资占 GDP 比重增长在 G7 国家中明显落后。因此，此次减税法案对经济增长的拉动效应存疑，况且许多税收优惠政策是临时性的，这也会抑制企业做出连续、长期的投资决策。

图12: TCJA 法案对企业建筑和设备投资的促进不明显



数据来源: Wind, HTI

图13: 跨国比较也未凸显 TCJA 法案对美国企业投资的促进作用



数据来源: CEIC, HTI

注: 图中展示的是各国投资与 GDP 占比的标准化数据 (2016 年 12 月=100)。

#### 4. 信任风险: 不友好的国际税收政策

特朗普政府征收对等关税的思路还渗透到了 OBBB 法案中。法案公布了两项极不友好的国际税收政策。第一项是“对等所得税”政策，它针对的是美国反对的三项外国税收：低税率利润税、数字服务税和利润转移税。在美国政府看来，低税率利润税降低了美国企业的竞争优势，数字服务税掠夺了美国政府对企业的征税权，利润转移税则阻碍美国企业将利润汇回国内。如果美国财政部认定某国对美国企业征收了所谓的“域外歧视性税收”，则将对该国企业、个人或政府在美国的收入征税，税率将从 5% 起步，并在四年内逐步提升至 20%。

另一项税收政策针对非公民汇款。法案提出，任何向外汇出的款项，均需收取 5% 的“汇款税”，这相当于对他国向美国的服务贸易出口征收 5% 关税。

以上两项税收政策实际上是对进入美国的资本和劳动要素征税。一方面，与关税类似，部分税收负担会转移到国内的资本和劳动要素报酬上来。从实施范围来看，“对等所得税”不亚于“对等关税”：法案中提到的三类“歧视性税收”涵盖大多数欧盟成员国，以及澳大利亚、加拿大、韩国、挪威、瑞士和英国等国家，这些国家在 2024 年对美国的直接投资占比接近 80%。

另一方面，这两项税收政策连同关税，会进一步催化对美元体系的不信任交易。以各种繁杂名义对进入美国的生产要素征税，无疑是在侵蚀美元霸权体系所仰仗的“自由流通和自由交易”原则。同时，这也对美国面临的国际收支格局造成扰动，使其陷入“美元信用破裂→资本流入放缓→增赤成本高企→融资利率抬升/挤出私人投资→经济难回复苏→美元信用破裂进一步强化”的负反馈循环中。打破这一循环只能依靠美国自身信用的修复。

## 5. 风险提示

预算协调窗口后期美国财政赤字扩张超预期，关税对美国经济的拖累超预期，美国信用破裂交易进一步强化

## 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，梁中华，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, Zhonghua Liang, 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，周林泓，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@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

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

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

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

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

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

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

### Analyst Stock Ratings

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

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

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

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 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	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

\*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 March 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

\*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。国泰海通证券（601211.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，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 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. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 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 GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS 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 支由国泰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，并结合对国泰海通证券 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 GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**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 盟浪并不因此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



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

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

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织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 (“HTSIPL”), 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”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

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

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

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

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

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

#### 分发和地区通知:

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

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

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。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.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

#### 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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. 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.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

**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、广告或公开发售。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”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“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》2001 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

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

电话: (65) 6713 0473

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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



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"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("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 2001. 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) 6713 0473

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

