

美欧经济持续分化

——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **疫情与疫苗追踪:** 截至 10 月 28 日, 美国日均新增与死亡病例均小幅回升, 但重症率仍然接近于 0。欧洲疫情有所缓解, 主要国家新增病例均明显回落, 但死亡病例情况有所分化。东南亚疫情表现分化。此外, 全球 BQ.1 感染占比快速上升。
- **政策:** 美国参议院呼吁美联储考虑减缓加息。欧洲央行加息 75BP, 并且预计将在未来几次会议上进一步加息。欧盟成员国就联合采购天然气达成一致。日本央行坚持鸽派立场, 将继续实行宽松政策。加拿大加息 50BP; 越南加息 100BP; 丹麦加息 60BP; 哥伦比亚加息 100BP。
- **经济:** 美国经济仍有韧性, 2022 年 3 季度实际 GDP 环比增速明显回升, 主因净出口拉动, 而投资是最大拖累, 私人消费贡献有所走弱, 但整体并不差。此外, 居民收入增速也处于较高水平, 或为消费提供一定支撑。美联储加息对房地产市场的影响仍在继续, 8 月房价增速持续放缓, 9 月新房销售增速仍处于负值区间。美国通胀水平仍高, 9 月核心 PCE 同比增速继续回升, 且 10 月美国密歇根大学消费者 1 年与 5 年通胀预期均有所上升, 通胀短期或难降温。加息预期仍高。CME Group 数据显示, 截至 10 月 28 日, 市场预期全年至少加息 17 次的概率有所下降, 但仍高达 91.6%, 其中, 11 月至少加息 75BP 的概率仍高达 82.2%。美国 10 年期国债名义收益率下行至 4.02%, 主因实际收益率下行。欧洲景气指数与经济指数持续下行, 消费者信心指数仍然低迷, 未来滞胀格局或进一步加剧。

Zhonghua Liang
zh.liang@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

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. 疫情与疫苗追踪: BQ.1 在欧美快速传播.....	5
2. 政策: 欧央行加息 75BP	8
3. 美国: 经济仍有韧性.....	9
4. 欧洲: 经济持续低迷.....	12

图目录

图 1	主要经济体感染变异毒株分布 (%)	5
图 2	美国新冠变异毒株分布占比 (%)	5
图 3	美国日均新增病例与日均死亡病例 (例)	6
图 4	美国病床占用率与 ICU 病床占用率 (因新冠住院, %)	6
图 5	欧洲日均新增病例与日均死亡病例 (例)	6
图 6	东南亚主要国家日均新增病例 (例)	7
图 7	东南亚主要国家日均死亡病例 (例)	7
图 8	英国日均新增病例和日均死亡病例 (例)	7
图 9	以色列日均新增病例和日均死亡病例 (例)	7
图 10	英国新增住院和重症率 (周度)	7
图 11	以色列新增住院和重症率 (周度)	7
图 12	主要经济体疫情防控强度指数	8
图 13	美国实际 GDP 折年季调同比与环比 (%)	9
图 14	美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	9
图 15	美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI	9
图 16	美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)	9
图 17	美国 20 城标普/CS 房价指数当月同比 (%)	10
图 18	美国新建住房销售折年季调同比 (%)	10
图 19	美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)	10
图 20	美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期 (%)	10
图 21	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	11
图 22	市场预测美联储全年加息次数的概率 (%)	11
图 23	纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)	11
图 24	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	11
图 25	欧元区制造业与服务业 PMI	12
图 26	欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)	12
图 27	欧元区 19 国经济景气指数	13
图 28	欧元区和欧盟消费者信心指数	13
图 29	欧洲主要国家人口活动指数 (较 2020 年 1-2 月均值, %)	13

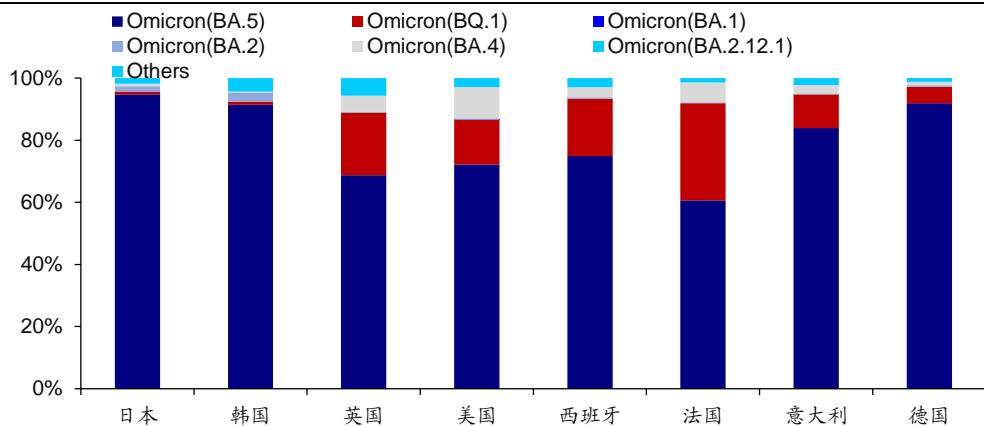
表目录

表 1 近期全球新冠疫情、疫苗相关事件	8
表 2 美国经济数据总览.....	12
表 3 欧元区经济数据总览.....	13

1. 疫情与疫苗追踪：BQ.1 在欧美快速传播

BQ.1 在欧美快速传播。从欧洲来看，根据 GISAID 的最新数据，截至 10 月 24 日，欧洲感染 BQ.1 的比例快速上升，其中法国 BQ.1 感染占比已上升到了 28.7%，英国、西班牙和意大利分别为 19.8%、13.5%和 8.5%。而日韩两国的毒株分布中 BQ.1 的占比相对较小，BA.5 仍为主导，占比分别为 94.8%和 91.4%。

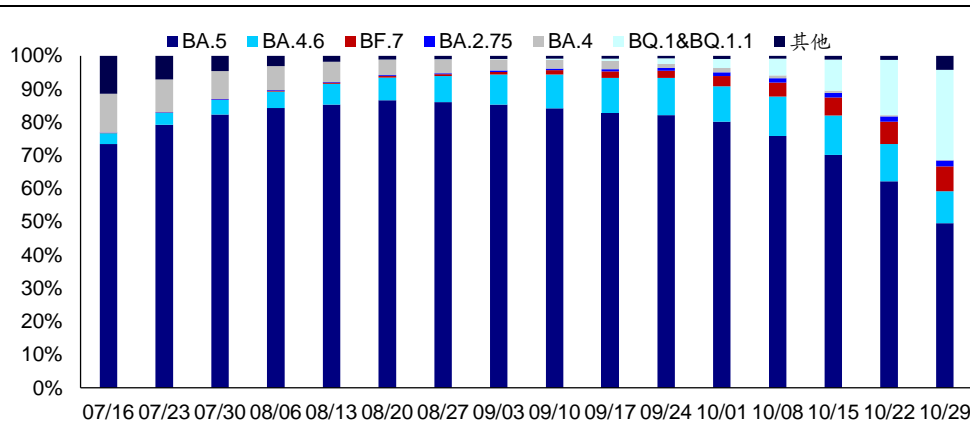
图1 主要经济体感染变异毒株分布 (%)



资料来源：GISAID, HTI, 韩国为 2022 年 9 月 26 日至 2022 年 10 月 10 日，其他国家为 2022 年 10 月 10 日至 2022 年 10 月 24 日。

从美国来看，根据美国 CDC 新冠检测数据显示，近期奥密克戎变异株 BQ.1 与其亚系 BQ.1.1 在美国也在持续传播。截至 10 月 29 日，两者在主要毒株中的占比之和已经上升至 27.1%，仅次于 BA.5。而 BA.5 的占比则进一步下降至 49.6%。

图2 美国新冠变异毒株分布占比 (%)

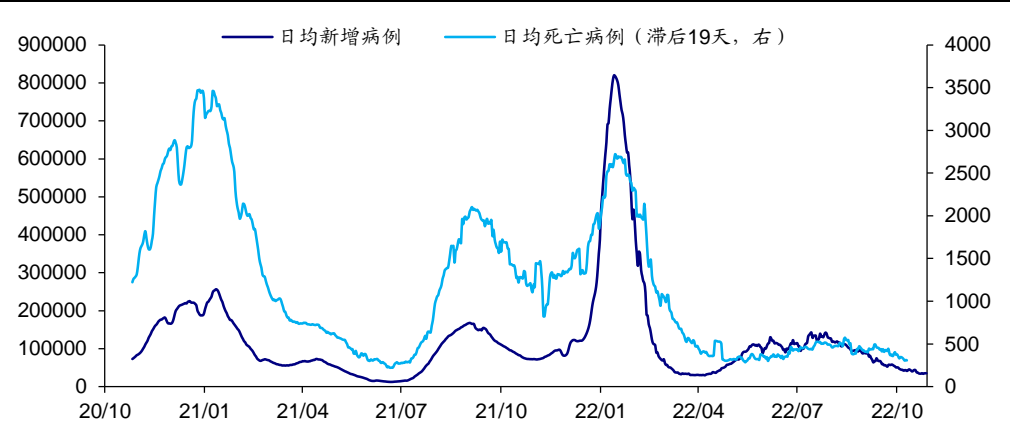


资料来源：CDC, HTI

美国疫情小幅回升。截至 10 月 28 日，美国日均新增病例为 3.9 万例左右，较上一周上升 14.3%；日均死亡病例升至 366 例，较上一周上升 10.5%。截至 10 月 26 日，新增住院人数升至 2.3 万人，较上一周上升 0.8%。**疫情的回升或与包含 BQ.1 在内的多种逃逸能力更强的变异毒株快速传播有关。**此外，重症率仍然接近于 0。

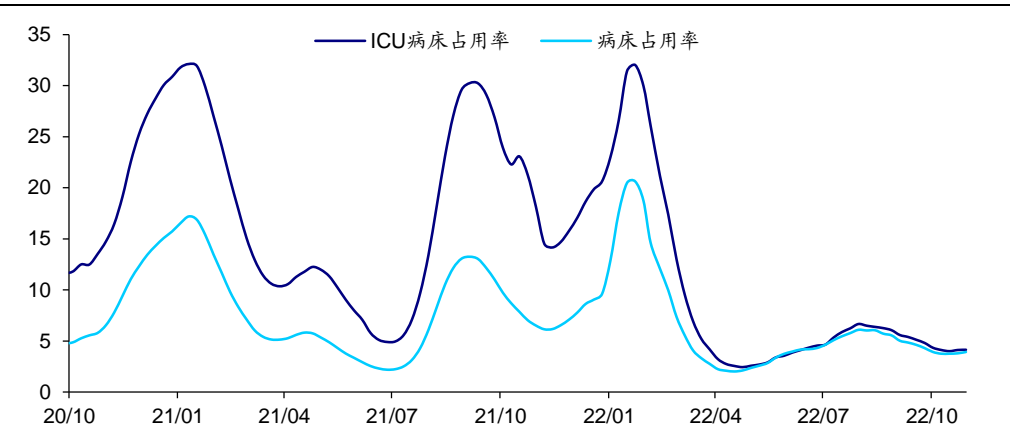
美国医疗负担持续上升，其中因新冠住院占用率增加。截至 10 月 30 日，美国住院病床占用率上升至 77.6%，其中，因新冠住院占用率小幅升至 3.9%；ICU 病床占用率上升至 73.6%，其中，因新冠 ICU 占用率小幅上行至 4.2%。整体来看，美国医疗负担已连续四周上行，但与新冠相关的医疗负担仍在相对低位。

图3 美国日均新增病例与日均死亡病例（例）



资料来源：Wind, HTI

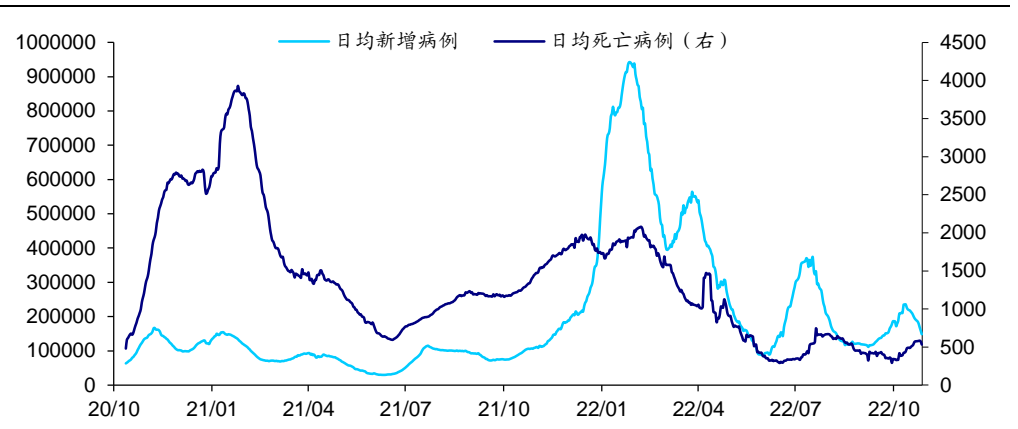
图4 美国病床占用率与ICU病床占用率（因新冠住院，%）



资料来源：Johns Hopkins University, HTI, 截至10月30日

欧洲疫情有所缓解。截至10月28日，欧洲日均新增病例为14.0万例，较上一周下降27.2%；日均死亡病例较上一周减少10.6%至513例。从新增确诊病例数来看，欧洲主要国家新增确诊病例均明显下降，其中法国、德国和俄罗斯降幅最大，分别下降32.3%、29.3%和27.9%。从日均死亡病例数来看，除意大利、西班牙和德国外，其余欧洲主要国家死亡情况均有所回落。

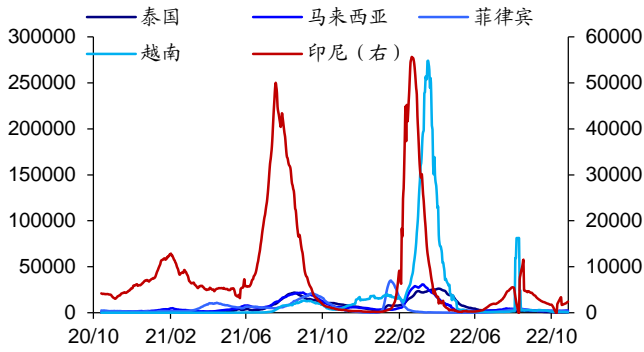
图5 欧洲日均新增病例与日均死亡病例（例）



资料来源：Wind, HTI, 图中为7日移动平均数据

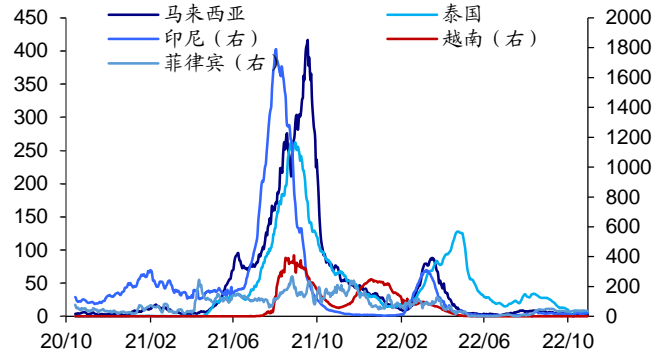
东南亚疫情分化。截至10月28日，除菲律宾和越南外，东南亚主要国家新增确诊病例均有所上升，其中泰国、马来西亚和印度尼西亚日均新增病例较上一周分别增加17.1%、17.3%和31.9%，菲律宾和越南则分别下降17.1%和21.1%。从日均死亡病例数来看，除印尼和越南外，其他国家新增死亡病例数均有所下降。

图6 东南亚主要国家日均新增病例（例）



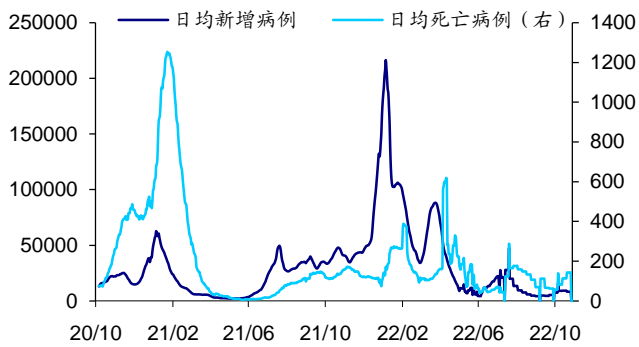
资料来源：Wind，HTI，图中为7日移动平均数据

图7 东南亚主要国家日均死亡病例（例）



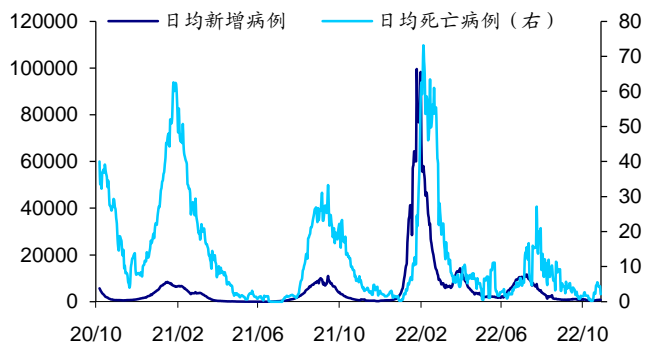
资料来源：Wind，HTI，图中为7日移动平均数据

图8 英国日均新增病例和日均死亡病例（例）



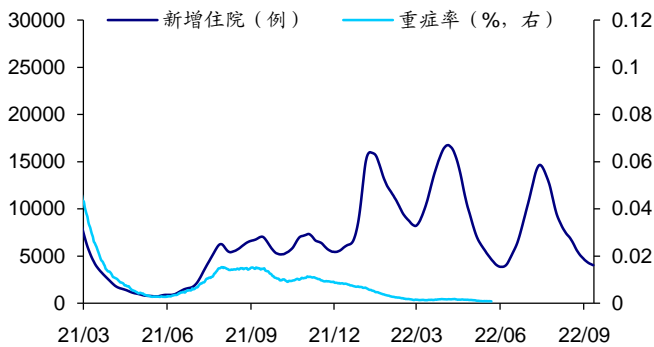
资料来源：Wind，HTI，图中为7日移动平均数据

图9 以色列日均新增病例和日均死亡病例（例）



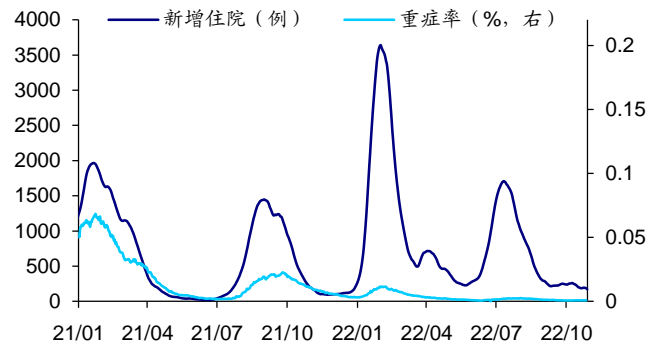
资料来源：Wind，HTI，图中为7日移动平均数据

图10 英国新增住院和重症率（周度）



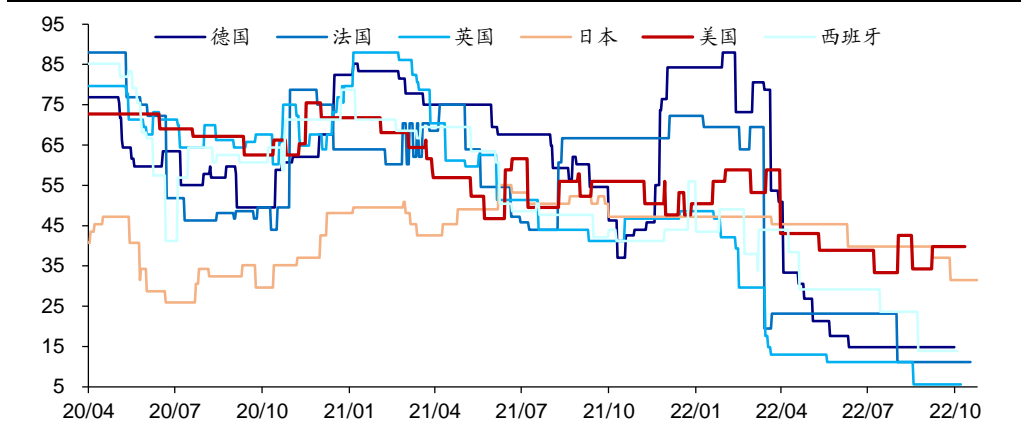
资料来源：Wind，HTI

图11 以色列新增住院和重症率（周度）



资料来源：Wind，HTI

图12 主要经济体疫情防控强度指数



资料来源：Oxford, HTI, 截至 10 月 24 日

表 1 近期全球新冠疫情、疫苗相关事件

国家/地区	疫情/疫苗新闻
日本	日本 10 月 25 日开始为 6 月龄至 4 岁大婴幼儿接种新冠疫苗。这一举措意味着，日本疫苗接种覆盖面扩大至几乎所有年龄段。
美国	美国总统拜登 10 月 25 日接种针对新冠病毒奥密克戎变异株的疫苗加强针，并警告美国进入冬季后疫情或将恶化。拜登还警告，美国目前每天仍有数百人因感染新冠病毒失去生命，这一数字在今年冬天可能会上升。

资料来源：华尔街见闻，央视新闻，HTI 整理

2. 政策：欧央行加息 75BP

美国参议院呼吁美联储减缓加息。美国参议院银行委员会主席布朗致函美联储主席鲍威尔，就 FOMC 加息行动发出警告，表示如果美联储一系列激进的加息行动造成失业人口激增，其对美国经济的危害性将超过高通胀问题本身的伤害性。此外，美国参议院 John Hickenlooper 也呼吁美联储主席鲍威尔暂停加息，并严肃认真地考虑（11 月份）再度加息的负面后果。

欧洲央行加息 75BP。欧洲央行将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率均上调 75 个基点，其中存款便利利率已升至 2009 年以来的最高水平。欧洲央行表示预计将在未来几次会议上进一步加息，并将在 12 月决定缩减资产组合的关键原则。

此外，欧央行宣布将改变定向长期再融资操作（TLTRO）III 的条款和条件，并为银行提供额外的自愿还款日期。具体调整将从 11 月 23 日开始，定向长期再融资操作（TLTRO）III 操作的利率将与欧洲央行在这一时期的平均适用关键利率挂钩。

欧盟成员国就联合采购天然气达成一致。在欧盟成员国能源部长会议上，欧盟各成员国就联合采购天然气达成了一致，认为这将使欧盟在国际天然气市场上居于有利地位，联合采购总量将达 135 亿立方米。

日本央行坚持鸽派立场。日本央行维持政策利率在 -0.1% 不变，维持 10 年期日本国债收益率目标在 0% 左右。此外，日本央行行长黑田东彦表示日本央行尚未达到可持续、稳定的通胀水平，需要 3% 的实际工资增长来达到通货膨胀目标，预计不会很快加息或者退出刺激。

加拿大加息 50BP。加拿大央行加息 50BP 至 3.75%，不及市场预期的 4.00%。

越南加息 100BP。越南央行再融资利率从 5% 提高至 6%，贴现率从 3.5% 上调至 4.5%。

丹麦加息 60BP。丹麦央行加息至 1.25%，之前为 0.65%。

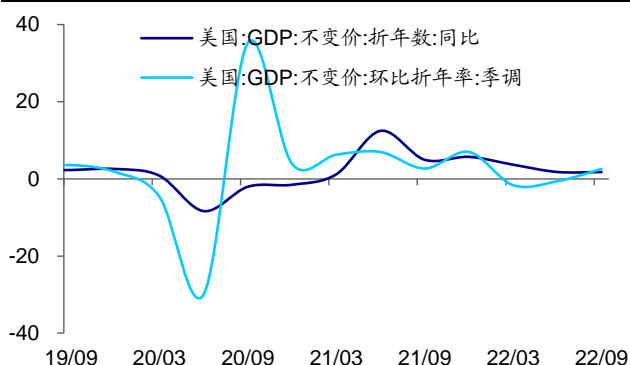
哥伦比亚加息 100BP。哥伦比亚央行加息至 11.00%，之前为 10.00%。

3. 美国：经济仍有韧性

美国经济仍有韧性。美国 2022 年三季度实际 GDP 环比折年率为 2.6%，较 2 季度的-0.6% 明显回升。从结构来看，在出口强劲与进口回落的影响下，净出口成为拉动 GDP 的最大贡献，投资是最大拖累，尤其是住宅投资，或与美联储持续加息有关。私人消费贡献有所走弱，但整体并不差，且服务消费贡献仍强，剔除基数，商品消费和服务消费增速均高于疫情前。

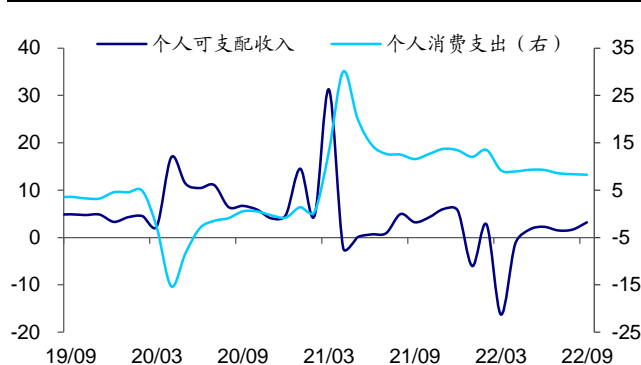
居民收入与消费仍较强。9 月美国个人可支配收入同比增速为 3.2%，较 8 月的 1.7% 明显回升。个人消费支出同比增速虽较 8 月有所回落，但仍高达 8.2%。从结构来看，商品消费继续回落，环比连续 2 个月为负，尤其是耐用品消费环比连续 3 个月为负，而服务消费继续上行，环比已经连续 9 个月为正。整体来看，在居民收入较强的支撑下，居民消费或仍将具有一定的韧性，尤其是服务消费仍较为强劲。

图13 美国实际 GDP 折年季调同比与环比 (%)



资料来源：Wind, HTI

图14 美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)

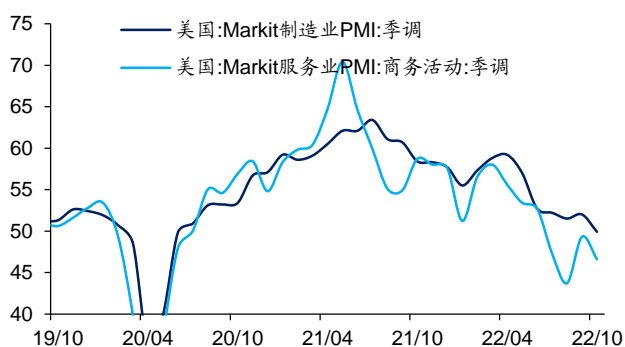


资料来源：Wind, HTI

制造业与服务业景气指数下降。10 月美国 Markit 制造业 PMI 指数由 9 月的 52.0 下降至 49.9，为 2020 年 5 月以来的最低值，也是两年来首次跌破荣枯线；服务业 PMI 由 9 月的 49.3 进一步下降至 46.6，已连续 4 个月处于荣枯线之下。美国持续加息与利率大幅上升对制造业与服务业的压力或在逐步显现。

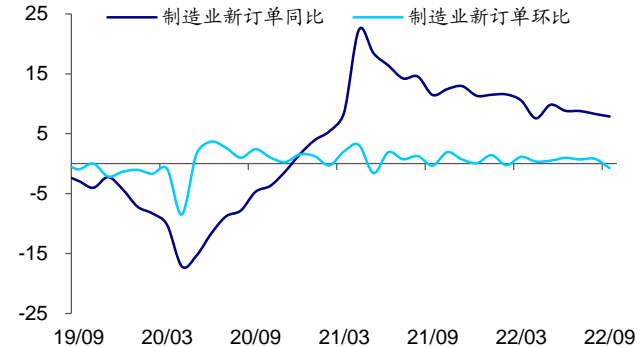
制造业新订单增速放缓。9 月美国耐用品订单同比增速回升至 12.0%，但剔除国防与飞机之后的则较 8 月下降 0.4 个百分点，增速已连续 4 个月放缓；且环比增速也转负，为 2 月以来首次转负。

图15 美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI



资料来源：Wind, HTI

图16 美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)

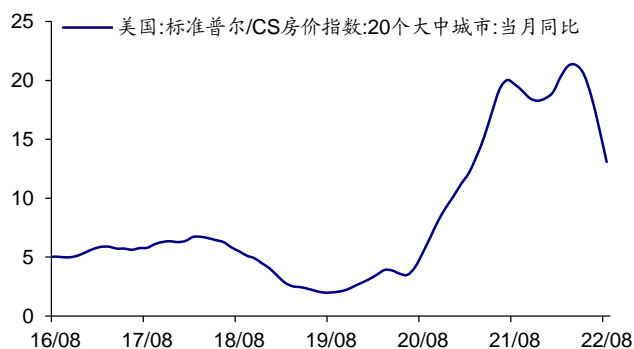


资料来源：Wind, HTI

房价增速放缓，新房销售下降。8 月美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数同比增长 13.1%，较 7 月下降 2.9 个百分点，已连续 4 个月回落。此外，9 月美国新建住房销售同比为-17.6%，跌幅较 8 月的-1.3%也明显扩大，并且连续 7 个月处于负值区间。

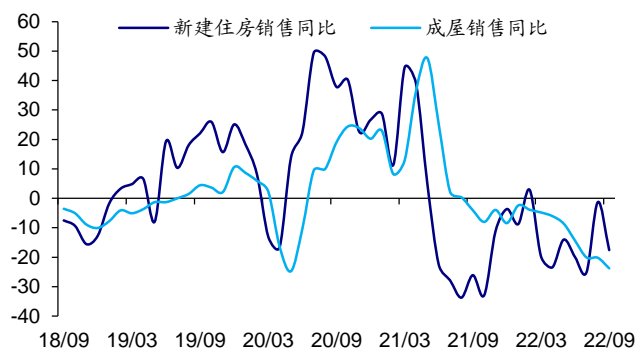
房价与新房销售增速的放缓一定程度或与美联储持续加息下，购房成本快速上升有关。截至 10 月 27 日，美国 30 年期抵押贷款利率已升至 7.1%，为 2002 年 4 月以来新高。在美联储加息周期尚未结束的情况下，未来房地产市场或继续承压。

图17 美国 20 城标普/CS 房价指数当月同比 (%)



资料来源: Wind, HTI

图18 美国新建住房销售折年季调同比 (%)



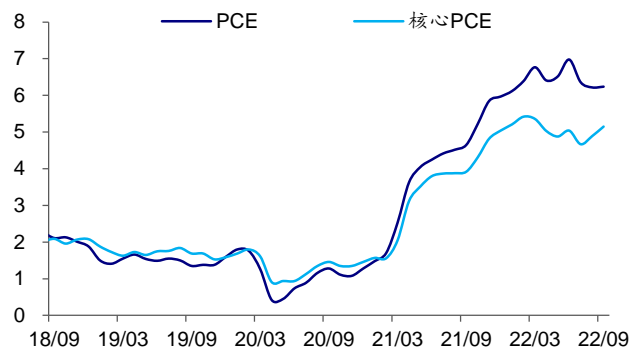
资料来源: Wind, HTI

通胀仍处高位。美国 9 月 PCE 同比增速为 6.2%，与 8 月相持平，而核心 PCE 同比回升 0.3 个百分点至 5.2%。整体来看，美国通胀仍处历史高位。**由于租金通胀是核心通胀回升的关键，考虑到租金价格涨幅依然较大以及其滞后性，美国核心通胀或难降温。**

通胀预期有所抬升。10 月美国密歇根大学消费者 1 年通胀预期由 9 月的 4.7% 上升至 5.1%，5 年通胀预期由 9 月的 2.7% 上升至 2.9%。**通胀预期的抬升或进一步增加控制通胀的难度。**

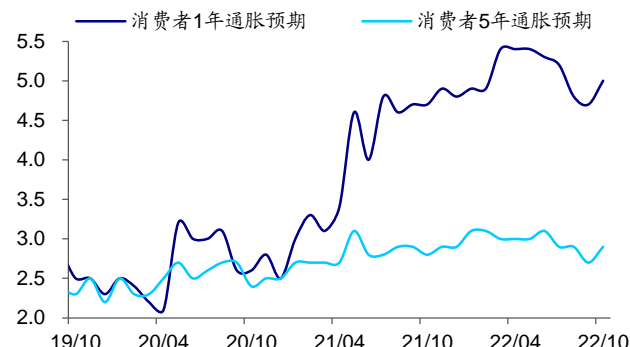
当前美国劳动力市场表现强劲，失业率维持历史低位，消费整体来看也并不弱，**我们认为美国经济仍有韧性，高通胀仍是当前的核心矛盾，美联储的目标依然是解决通胀问题。在核心通胀没有明显回落迹象的背景下，我们认为，美联储或难放缓加息。**

图19 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)



资料来源: Wind, HTI

图20 美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期 (%)

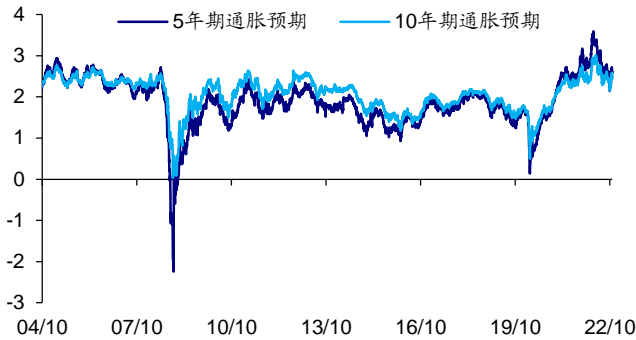


资料来源: 密歇根大学, HTI

加息预期仍高。CME Group 数据显示，截至 10 月 28 日，市场预期全年至少加息 16 次的概率仍为 100%，至少加息 17 次的概率由上周的 97.4% 有所下降，但仍在 9 成以上；加息 18 次的概率由上周的 45.6% 小幅下降至 43.4%。其中，11 月预期加息 50BP 的概率上升至 17.8%，加息 75BP 的概率下降至 82.2%。

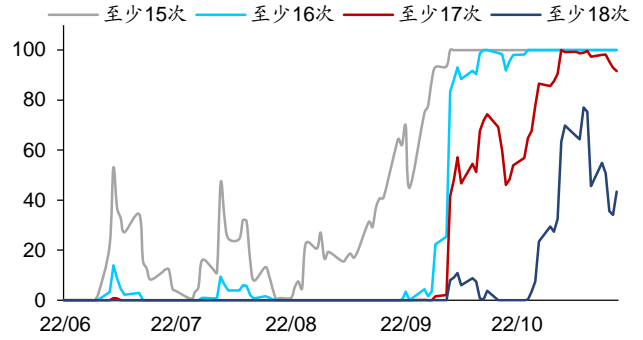
美债收益率回落至 4.02%。截至 10 月 28 日，美国 10 年期国债名义收益率较上周下降 19BP 至 4.02%，主因实际利率下行。具体来看，美债 10 年期实际利率较上周下行 18 个 BP 至 1.51%，通胀预期较上周下行 1 个 BP 至 2.51%。

图21 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)



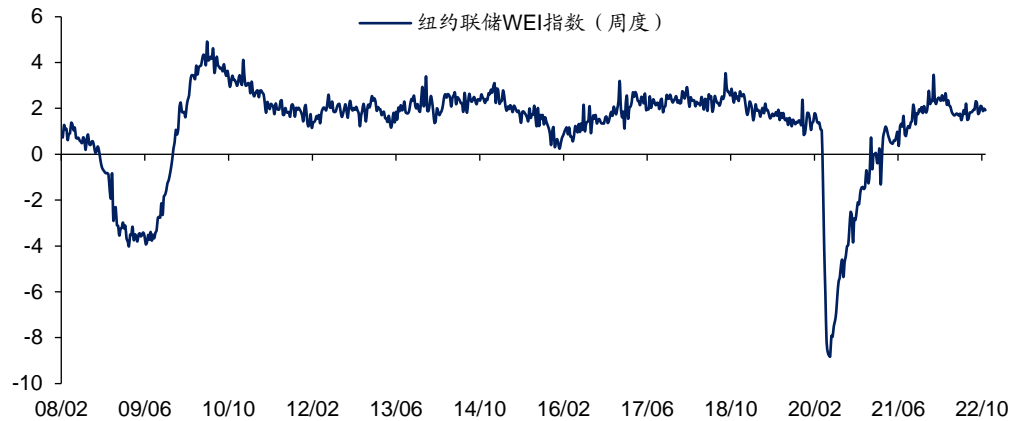
资料来源: Wind, HTI

图22 市场预测美联储全年加息次数的概率 (%)



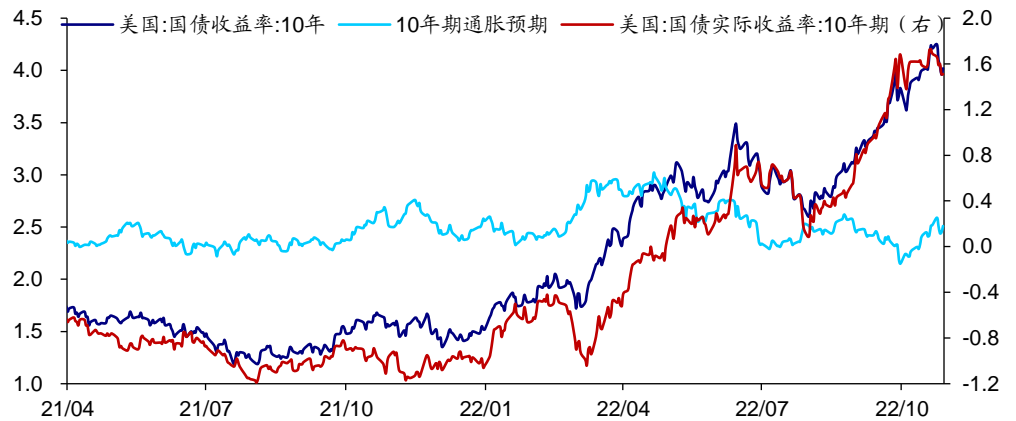
资料来源: CME, HTI, 截至 10 月 28 日

图23 纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)



资料来源: Wind, HTI

图24 美国 10 年期国债收益率分解 (%)



资料来源: Wind, HTI

表 2 美国经济数据总览

指标	单位	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10
GDP	实际 GDP 折年同比%	1.8				1.8			3.7			5.7		
	实际 GDP 折年季调环比%	2.6				-0.6			-1.6			7.0		
生产	工业总产值 季调同比%	5.4	3.9	3.5	4.2	4.9	5.9	4.6	6.5	2.1	3.1	4.4	4.0	
	制造业新订单 季调同比%	7.9	8.3	8.8	8.9	9.9	7.6	10.6	11.6	11.5	11.4	13.0	12.5	
	工业产能利用率 %	80.3	80.1	80.3	79.8	80.0	80.2	79.8	79.4	78.9	78.7	79.0	78.6	
消费	个人实际可支配收入 折年季调同比%	3.2	1.7	1.5	2.2	1.7	-1.4	-16.3	2.7	-6.1	5.6	6.0	4.3	
	个人实际消费支出 季调同比%	8.2	8.4	8.6	9.3	9.3	8.9	9.2	13.5	12.0	13.4	13.7	12.6	
	零售销售额 季调同比%	7.8	9.1	10.0	8.2	7.5	6.2	5.2	15.5	12.2	13.9	16.2	14.6	
	零售/食品服务销售额 季调同比%	8.2	9.4	10.0	8.8	8.7	7.8	7.1	17.7	13.8	16.8	18.6	16.5	
地产	新房销售 折年季调同比%	-17.6	-1.3	-25.2	-20.0	-14.1	-23.5	-19.8	2.9	-8.8	-3.7	-11.2	-33.0	
	成屋销售 折年季调同比%	-23.8	-20.2	-20.1	-14.4	-8.6	-6.0	-4.8	-3.9	-2.4	-8.4	-4.0	-8.0	
	新房开工 折年季调同比%	-7.7	-0.6	-12.5	-5.4	-2.7	19.9	0.3	24.3	4.0	7.1	10.7	2.2	
	标普/CS 房价指数 同比% (20 城)	13.1	16.0	18.7	20.5	21.3	21.2	20.3	19.0	18.5	18.3	18.5		
就业	新增非农就业人数 季调/万人	26.3	31.5	53.7	29.3	38.6	36.8	39.8	71.4	50.4	58.8	64.7	67.7	
	失业率 季调%	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.8	4.0	3.9	4.2	4.6	
	U6 失业率 季调%	6.7	7.0	6.7	6.7	7.1	7.0	6.9	7.2	7.1	7.3	7.7	8.2	
通胀	CPI 同比%	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	8.3	8.5	7.9	7.5	7.0	6.8	6.2	
	核心 CPI 同比%	6.6	6.3	5.9	5.9	6.0	6.2	6.5	6.4	6.0	5.5	4.9	4.6	
	PCE 同比%	6.2	6.2	6.4	7.0	6.5	6.4	6.8	6.4	6.1	6.0	5.9	5.2	
	核心 PCE 同比%	5.2	4.9	4.7	5.0	4.9	5.0	5.4	5.4	5.2	5.0	4.8	4.3	
密歇根 1 年通胀预期 同比%	5.0	4.7	4.8	5.2	5.3	5.4	5.4	4.9	4.9	4.8	4.9	4.7		
景气指数	ISM 制造业 PMI	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8	
	ISM 非制造业 PMI	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9	57.1	58.3	56.5	59.9	62.3	69.1	66.7	
	Market 制造业 PMI 季调	49.9	52.0	51.5	52.2	52.7	57.0	59.2	58.8	57.3	55.5	57.7	58.3	
	Sentix 投资信心指数	-12.6	-10.8	-6.0	-13.5	-1.0	-2.9	6.1	11.9	22.1	23.3	24.2	25.3	
	密歇根消费者信心指数	59.9	58.6	58.2	51.5	50.0	58.4	65.2	59.4	62.8	67.2	70.6	67.4	

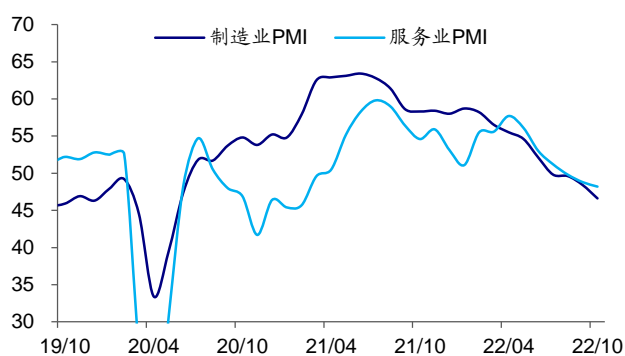
资料来源: WIND, HTI, 黑框为本周更新数据

4. 欧洲: 经济持续低迷

景气指数持续走弱。10 月欧元区制造业 PMI 指数下行至 46.6, 创 2020 年 5 月以来新低, 且已连续 4 个月处于荣枯线之下; 服务业 PMI 指数由 9 月的 48.8 下滑至 48.2。

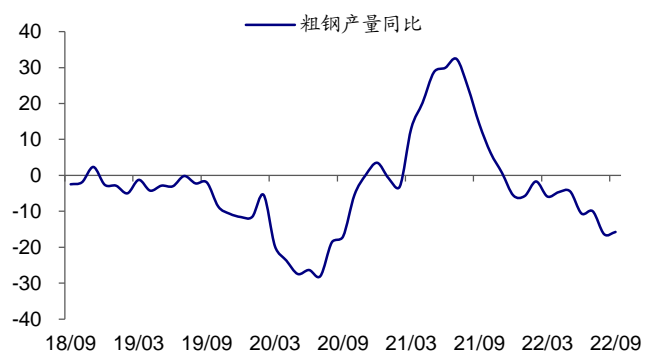
此外, 9 月粗钢产量同比增速为 -15.8%, 仍处低位。在能源价格高企与欧央行持续加息的情况下, 欧洲制造业与服务业或将承压。

图 25 欧元区制造业与服务 PMI



资料来源: Wind, HTI

图 26 欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, HTI

经济指数持续下行。10 月欧元区 19 国经济景气指数较 9 月的 93.6 进一步下降至 92.5, 为 2020 年 11 月以来的新低, 高通胀与加息对经济的抑制作用仍在持续。

消费信心仍然低迷。10 月欧元区 19 国和欧盟 27 国消费者信心指数虽分别回升至 -27.6 和 -28.9, 但整体来看仍处于历史低位。在高通胀的压力下, 居民消费信心或仍难以明显改善。

往前看, 我们认为受能源问题影响, 欧洲通胀或仍难快速回落。且加息对经济的抑制作

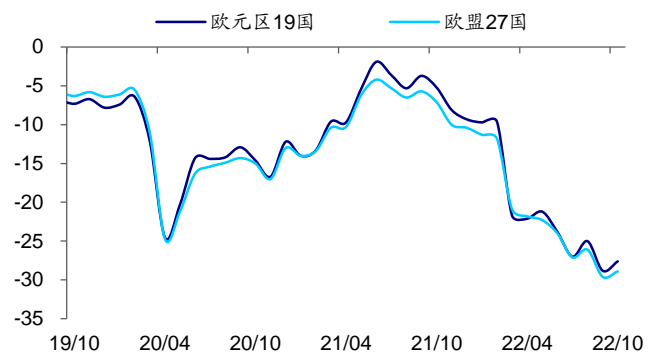
用将逐步体现，未来欧洲滞胀格局或进一步持续。

图27 欧元区 19 国经济景气指数



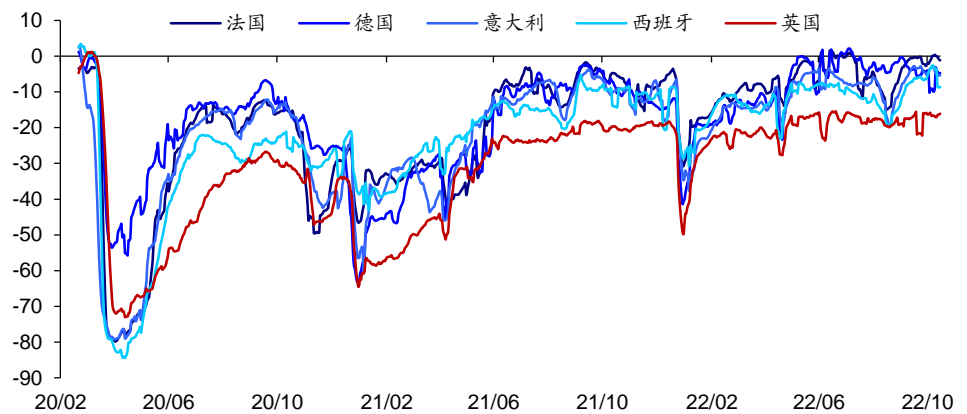
资料来源: Wind, HTI

图28 欧元区和欧盟消费者信心指数



资料来源: Wind, HTI

图29 欧洲主要国家人口活动指数 (较 2020 年 1-2 月均值, %)



资料来源: Google 官网, HTI, 截至 10 月 15 日

表 3 欧元区经济数据总览

指标	单位	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10
GDP	实际 GDP					4.3			5.5			4.8		
	实际 GDP					3.3			2.4			2.1		
生产	工业生产指数			2.5	-2.5	2.1	1.6	-2.5	-1.0	1.6	-1.3	1.9	-1.3	0.1
	制造业产能利用率		82.3			82.5			82.4			82.7		
	粗钢产量 (欧盟)		-15.7	-16.4	-10.0	-10.6	-4.4	-4.7	-5.9	-1.7	-5.7	-5.6	0.7	6.3
消费	零售销售指数			-2.0	-1.2	-3.0	0.7	4.4	1.8	5.1	8.5	2.3	8.5	1.7
就业	失业率			6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.9	7.0	7.1	7.3
通胀	HICP		9.9	9.1	8.9	8.6	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5.0	4.9	4.1
	核心 HICP		4.8	4.3	4.0	3.7	3.8	3.5	3.0	2.7	2.3	2.6	2.6	2.0
	PPI			43.3	38.0	36.0	36.2	37.2	36.9	31.5	30.8	26.4	23.7	21.9
景气指数	制造业 PMI	46.6	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58.0	58.4	58.3
	服务业 PMI	48.2	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1	57.7	55.6	55.5	51.1	53.1	55.9	54.6
	消费者信心指数	-27.6	-28.8	-25.0	-27.0	-23.8	-21.2	-22.1	-21.7	-9.6	-9.7	-9.3	-8.1	-5.2
	经济景气指数	92.5	93.6	97.3	98.5	103.2	104.4	104.5	106.3	114.1	113.1	114.3	115.8	117.9
	Sentix 投资信心指数	-38.3	-31.8	-25.2	-26.4	-15.8	-22.6	-18.0	-7.0	16.6	14.9	13.5	18.3	16.9

资料来源: WIND, HTI, 黑框为本周更新数据

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。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.

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。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.

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

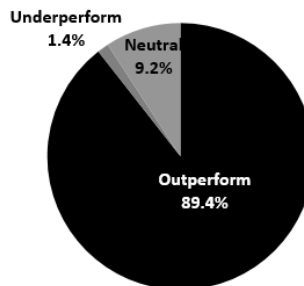
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

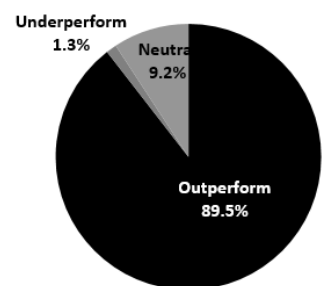
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains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

评级分布 Rating Distribution

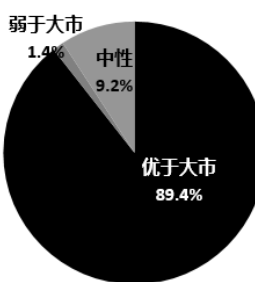
Most Recent Full Quarter



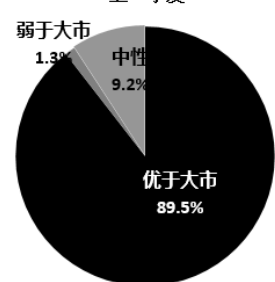
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 2022 年 9 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	89.4%	9.2%	1.4%
投资银行客户*	5.5%	6.8%	4.5%

*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 Sep 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.4%
IB clients*	5.5%	6.8%	4.5%

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

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

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

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

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写

本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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”).

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.

