

# 中国人寿保险 China Life Insurance

## 不啻微芒，造炬成阳——惠民保发展回顾与展望

### Review and Prospect of City Medicare's Development

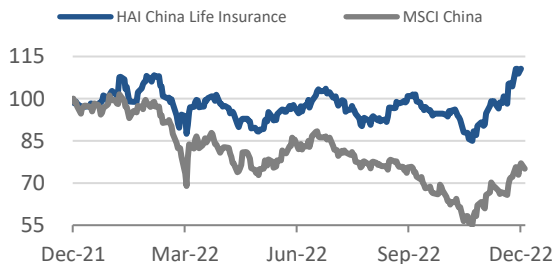
#### 观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	目标价	市盈率 P/E	
			2022E	2023E
中国平安	Outperform	58.25	9	8
中国人寿	Outperform	39.94	28	23
中国太保	Outperform	40.05	10	9
中国人保	Outperform	5.74	9	8
新华保险	Outperform	38.73	13	8
慧择	Outperform	1.23	5	2

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

#### 投资要点

- 起源：惠民保定位为基本医保的有效补充，自 2020 年起进入快速发展期。** 1) 惠民保的突出特点为低门槛、低保费和高保障，监管对惠民保的定位是由地方政府及相关部门指导、保险公司商业运作、与基本医保衔接的地方定制型补充医疗保险，本质上是介于基本医保与商业健康险等中间的衔接部分。2) 惠民保自 2015 年起源于深圳，2020 年下半年开始在全国各地广泛开展，根据中国保险行业协会数据，截至 2021 年末惠民保覆盖全国 28 省，共有 1.4 亿人次参保，保费约 140 亿元。3) 我们认为，近年来我国卫生费用支出不断增长，而个人支出占总费用比重仍然较高，叠加医保基金面临收支压力，亟需外部资金进行补位，这是推动惠民保发展的深层原因。
- 现状：已惠及下沉市场与高龄群体，各险企以共保模式积极参与。** 1) 从地域分布趋势上看，惠民保发展呈现出由一二线城市向三四线城市下沉的趋势。东南沿海及西南部分地区的参保率相对较高，其中丽水市参保率超过 90%，我们认为地方间差异可能和项目运营模式不同有关。2) 从用户画像上来看，低线城市、高龄人群占比较高，是超过半数参保人的“保险启蒙”。参加惠民保以三四线城市及中低收入人群为主，这与产品的普惠属性相一致，参保人平均年龄多为 45-50 岁，高于商业医疗险，且呈现出家庭投保的特点，约有 70% 的用户为家人购买惠民保。根据水滴保险调研数据，参保人中有 54.4% 的人购买的第一份保险是惠民保，而吸引用户参保的最重要因素主要是价格优惠亲民和政府牵头有保障，分别占比 54% 和 51%。3) 从产品趋势上看，保险责任范围不断扩大，特药保障成为显著特色。根据《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，2021 年上线的惠民保续保产品保险责任整体上有明显扩大，其中 58.3% 的产品增加了特药保障的药品数量，其次是降低免赔额和增加医保外自付赔付等责任。4) 从赔付情况看，部分惠民保项目目前面临较大赔付压力。2021 年度 18 个惠民保项目整体赔付率为 82%，而从 2022 年数据看部分项目赔付率已经破百，我们预计主要赔付支出在于高龄参保人及院内自付费用责任。伴随项目运营时间延长，赔付压力将进一步提升。5) 财险公司参与惠民保热情更高，共保是惠民保承保主要模式。根据《“惠民保”发展模式研究》，已经有超过 60 家保险机构参与了惠民保业务的开展。根据慧保天下微信公众号数据，2021 年财险公司参与的惠民保项目占总体项目数的 58.7%，是各类保险公司中参与度最高的。目前惠民保承保主要以共保模式为主，也驱动了惠民保“一城一策”的统筹趋势。



资料来源：Factset, HTI

#### Related Reports

银保监会推行商业养老金试点，养老保险公司担纲上阵（CBIRC Carried out the Commercial Pension Pilot, with Pension Insurance Companies Taking the Lead）(2 Dec 2022)

保险行业 10 月月报：寿险关注开门红进度，车险增速继续放缓（Insurance industry October Monthly report: Life insurance is concerned about “open door”, auto insurance growth continues to slow down）(27 Nov 2022)

保险公司参与个人养老金业务门槛已定，预计头部险企为市场主力（Threshold for Insurance Companies to Participate in Personal Pension Business has been Set with Leading Insurance Companies to be Main Force）(23 Nov 2022)

- 展望：惠民保对商业健康险短期冲击、长期利好，提升可持续性需从筹资和支付两端发力。** 1) 惠民保确实存在对商业健康险的短期冲击，我们认为一方面是由于惠民保与百万医疗险存在部分功能重叠，会导致客户分流，另一方面惠民保减轻了客户对重疾治疗费用的心理负担，对重疾险短期销售亦有负面影响。但是从长期来看，惠民保有助于提升居民保险意识，将带动商业健康险共同发展。2) 惠民保本身的核心风险在于死亡螺旋和长期理赔风险，为维持产品资金池稳定，需要从筹资端和支付端同时入手。①**筹资端：**产品定价与参保率是影响资金流入的重要因素，目前已经有部分惠民保项目借助分层设计、责任扩展等方式调整产品定价，但是从实际效果看，超过 200 元的产品销量并不理想，因此相比于提升定价，提高参保率是更为核心的手段。政府参与深度是影响惠民保参保率的重要因素，一般伴随政府介入程度的加深，参保率会有明显的提升，而政府参与惠民保项目最核心体现在于个账开放。根据《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，个账开放支持的惠民保平均参保率可达 15.1%，不开放的仅为 3.8%。同时，参保率与个账支持力度也有正向关系，采用个账统一划扣且不回复默认参保的深圳惠民保参保率高达 53%，远超其他模式。②**支付端：**目前赔付压力主要来自既往症人群以及院内外自费项目支出，我们认为可以通过对既往症人群进行差异化赔付设计，对院内外自费采取分层责任及正面清单制度等手段进行管控，这也需要医保部门进行更为充分的数据分享。
- 风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；保障型产品增长不及预期。**

## 目录

1.	起源：作为基本医保有效补充，2020 年以来快速发展 .....	4
1.1	定位：具有普惠属性的保险产品，为基本医疗制度提供有效补充 .....	4
1.2	历程：起源于 2015 年的深圳，2020 年拓展至全国多地 .....	6
1.3	动因：卫生费用增长+医保支付承压，是惠民保发展的深层原因 .....	9
2.	现状：惠及下沉市场与高龄群体，赔付率面临压力 .....	11
2.1	地域分布：逐步向下沉市场渗透，东南及西南部分地区参保积极 .....	11
2.2	用户画像：平均年龄高于商业险，主要受高性价比属性吸引 .....	12
2.3	产品趋势：保险责任范围不断扩大，特药保障成为显著特色 .....	14
2.4	赔付情况：部分项目目前面临较大赔付压力 .....	16
2.5	参与主体：险企以共保形式积极参与，第三方平台赋能项目发展 .....	19
2.5.1	保险公司：财险公司参与热情高，共保是当前主流模式 .....	19
2.5.2	第三方平台：为惠民保推广运营和增值服务提供有效赋能 .....	21
3.	展望：筹资和支付需两端发力，提升参保率是当前核心 .....	22
3.1	惠民保对商业健康险的影响：短期冲击，长期利好 .....	22
3.2	惠民保的可持续性：需要从筹资与支付两端同时发力 .....	24
3.2.1	筹资端：提升参保率是维持项目具有稳定资金流入的核心 .....	24
3.2.2	支付端：应调整责任设计，保持赔付率处于合理区间 .....	29

# 1. 起源：作为基本医保有效补充，2020 年以来快速发展

## 1.1 定位：具有普惠属性的保险产品，为基本医疗制度提供有效补充

惠民保是一种由地方政府及相关部门指导、保险公司商业运作、与基本医保衔接的地方定制型补充医疗保险。2020 年 3 月，《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》发布，要求到 2030 年全面建立以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系。我们认为，在这一体系中，惠民保属于补充层中补充医疗保险的一部分，是介乎于基本医疗保险与商业健康保险等中间的衔接部分。

图1 我国多层次医疗保障制度体系示意图



资料来源：《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》，HTI

惠民保的突出属性在于普惠性和高性价比，具备低门槛、低保费和高保障的特点：

**1) 低门槛：对投保年龄、职业及健康状况基本无要求。**相比于普通商业保险，惠民保的投保条件相当宽松，通常除了要求为当地医保参保人群外，在投保年龄、职业和健康状况方面都无过多约束。根据中国卫生信息与健康医疗大数据学会发布的《“惠民保”发展模式研究》，截至 2021 年中全国已上线的 153 款惠民保产品中，86.3% 的产品无年龄限制，而设置年龄限制的产品大部分要求也较为宽泛，如最大投保年龄设置为 80 岁等；超过 90% 的产品无等待期，且允许带病投保。

**2) 低保费：以均一费率为主，大部分产品定价在百元以内。**各地惠民保产品一般根据各地具体政策和产品责任自行厘定费率，但主流的定价方式是对全年龄段采取均一费率。根据中国卫生信息与健康医疗大数据学会发布的《“惠民保”发展模式研究》，约有 78% 的产品采用均一费率，该类产品平均保费仅约 77 元，大部分产品定价区间在 41-80 元，仅 11% 的产品定价超过百元。

**3) 高保障：保额通常在 100-300 万，可保障特药责任。**惠民保的保额通常可以达到 100-300 万元，已经接近部分百万医疗产品的保额水平，同时惠民保在常规住院和门特医疗责任之外，多数产品还提供了特药费用保障。根据中国卫生信息与健康医疗大数据学会发布的《“惠民保”发展模式研究》，有近 78% 的惠民保产品提供特药保障，涵盖药品超过 160 种。

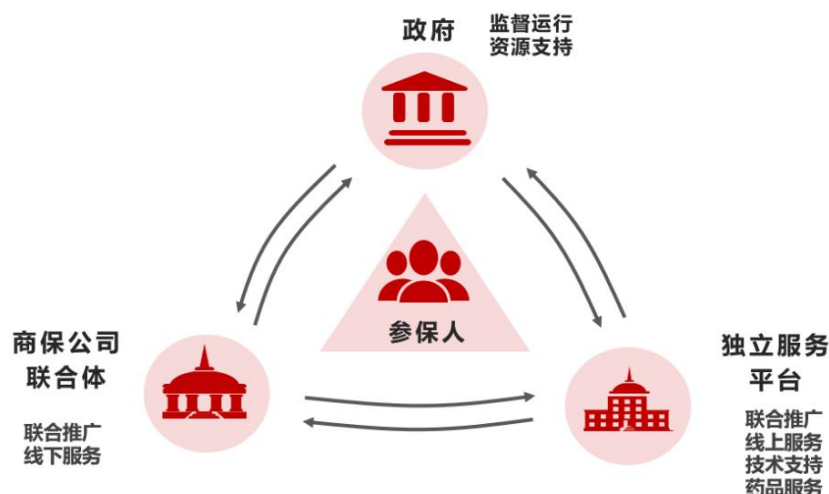
表1 “惠民保”与基本医保、大病医保、百万医疗产品对比

产品	惠民保	基本医保	大病医保	百万医疗
运营模式	一般由商业保险机构联合政府相关部门及第三方平台公司共同运营	由国家医保管理部门组织运营，主要由职工医保、城镇医保和新农合医保组成	由国家医保管理部门招标，商业保险机构经办	由商业保险机构自主经营，自负盈亏
筹资规模	约 140 亿元	约 2.9 万亿元	约 500 亿元	300-500 亿元
覆盖人群	约 1.4 亿人次	约 13.6 亿人	约 12 亿人	约 9000 万人
产品保费	较低，一般为统一费率，平均在 80 元左右	较高，各地费率不等，全国人均约 1800 元	较低，个人无需单独支付，由医保基金直接支付，人均约 30-50 元	中等，随着年龄增长保费逐步上涨，几百到千余元不等
保额水平	100-300 万元不等，当前以 100 万元为主	各地不等，以 30-50 万元为主	有限额或上不封顶等方案	几百万元不等，以 300 万元为主
投保要求	一般无年龄、职业等限制，大多既往症可投保	无限制	基本无限制	对于年龄、健康状况等方面都有相对严格的要求
投保方式	自主决定，以个人投保方式为主，一般会规定投保时间	强制参保，保费主要由单位和个人缴纳，国家适度补助，一般会规定投保时间	自动参保，政府适度补助	个人自愿投保，可自行随时购买
保障责任	住院医疗费用（医保内+医保外）+特药费用	门诊医疗费用（医保内）+住院医疗费用（医保内）	门诊大病（医保内为主）+住院医疗（医保内为主）+特药（部分地区）	住院医疗费用（医保内+医保外）+部分门诊费用+特药费用
等待期	基本无	无	无	有，30 天到 90 天不等
免赔额	不等，目前以 2 万元为主	几百到千余元不等	一般规定为不高于统筹地区居民上年度人均可支配收入的 50%	根据保费不同分几千到几万元各种等级
赔付比例	不等，目前以 70%-80% 为主	各地 50%-90% 不等	不等，规定不低于 60%，赔付比例一般按发生金额阶梯式提升	不等，医保 100%，无医保 60%
稳定性	商保机构自负盈亏，不保证续保，赔付率差异大	国家组织实施，以收定支，全国整体赔付率在 85% 左右	原则上由商保机构承担盈亏，一般有损失调节机制	商保机构自负盈亏，不保证续保，赔付率整体尚可

资料来源：中国保险行业协会，国家医保局，《“惠民保”发展模式研究》，HTI

**险企联合政府及第三方平台共同运营惠民保是当前主要商业模式。**相比基本医保和商业保险，惠民保的参与主体是以政府、险企和第三方运营平台组成的“铁三角”，更加多元化。三方合作的具体动因在于：1) 地方医保局为响应国家政策和提升民生医疗环境，负有监督、指导和协助保险公司及第三方平台公司设计产品、宣传推广产品和产品运营等责任。2) 健康险市场竞争日趋激烈，保险公司需要另辟蹊径拓展健康险市场，通过执行自身承保理赔职能，发挥服务网点和渠道资源优势，实现获取区域性医疗数据和参保人群二次开发的机会。3) 第三方运营平台则扮演着连接医疗资源的关键作用，将片段化的医疗服务和割裂的医保数据有效转化并赋能到惠民保产品和服务中，并成为把控外部供应商质量和时效的抓手。

图2 惠民保项目通常采取“政府+险企+第三方平台”的合作模式

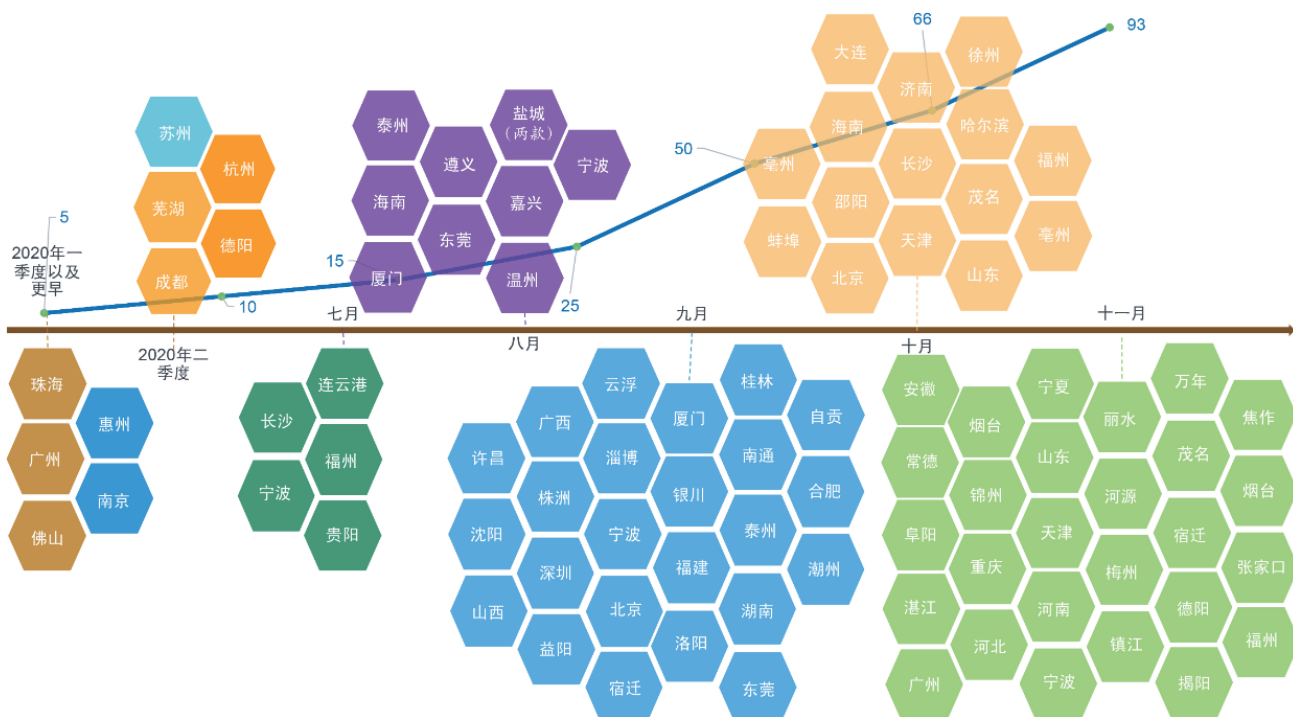


资料来源：慧保天下微信公众号，HTI

## 1.2 历程：起源于 2015 年的深圳，2020 年拓展至全国多地

惠民保于 2015 年由深圳发端，2019 年开始走出深圳。2015 年，深圳市率先推出“重特大疾病补充医疗保险”，采取了“个人账户划扣+企业团体投保+个人自愿缴费”模式，成为惠民保类产品的雏形。由于医保个人账户划扣、价格低廉等优势，当年参保人数达到 264 万。根据慧保天下和上海保险公众号数据，得益于深圳市政府和医保局等部门的大力推动，2019 年参保人数达到 750 万人，覆盖全市基本医疗保险参保人总数的 50.4%，2020 年参保人数提升至 852 万人。2019 年，江苏南京以及广东珠海、广东广州、海南 4 地先后上线惠民保产品，惠民保开始走出深圳。

图3 2020年下半年起惠民保产品开始井喷式发展(个)

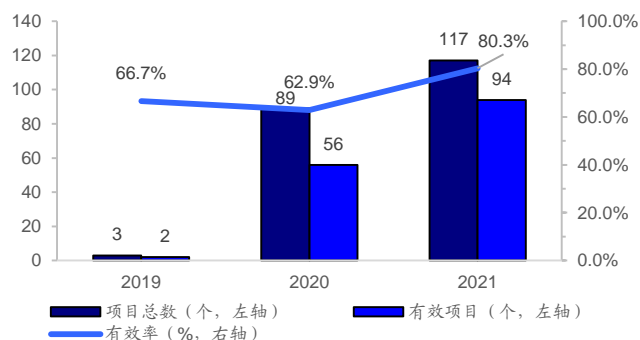


资料来源：上海保险公众号，明德精算咨询，HTI

2020年6月以来，惠民保产品开始迎来井喷式发展，在高峰期的9月几乎平均每天有一款新产品上线。根据复旦大学数据，截至2020年底，全国已有23个省82个地区上线了惠民保产品，累计参保人数超过4000万。2021年6月，银保监会发布《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》，鼓励保险行业积极参与多层次医疗保障体系建设，有效发挥市场机制作用，对定制医疗保险的保障方案制定、经营风险、业务和服务可持续性以及市场秩序等方面提出明确要求，自此惠民保产品开始进入了规范化发展的新阶段。

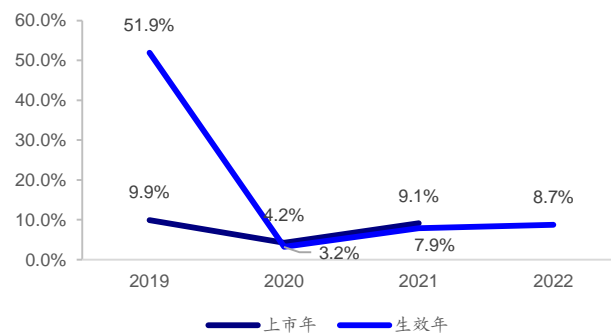
至2021年，惠民保产品已经成为了国内诸多省份及城市广泛开展的重要项目。根据中再寿险与镁信健康联合发布的《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，2021年上市的惠民保项目为117个，同比增长31.5%，同时项目有效率也同比提升17个百分点至80%。而参保率方面，无论是以上市年份还是生效年份计算，2020年以来惠民保整体参保率均呈提升趋势。根据中国保险行业协会数据，截至2021年末，惠民保覆盖全国28省，共有1.4亿人次参保，保费约140亿元。

图4 2002-2021年惠民保产品数量快速增长



资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

图5 2020-2022年惠民保产品参保率整体呈现上升趋势



资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

在监管政策鼓励下，惠民保具备长期发展潜力。根据慧保天下微信公众号，12月9日银保监会下发了《关于推进普惠保险高质量发展的指导意见》（征求意见稿），为国内普惠保险发展指明方向：

1) 明确了普惠保险的定义：普惠保险包括普惠性质的保险和专属普惠保险两种保障形式，其中①普惠性质的保险是面向广大人民群众和小微企业提供的公平可得、保费较低、保障适度的保险产品或服务，主要包括大病保险、长期护理保险、城市定制医疗保险、税优健康保险、专属商业养老保险、农业保险、出口信用保险等，以及保费或保额相对较低的意外伤害保险、健康保险、人寿保险、财产保险等保险产品或服务。②专属普惠保险主要指针对社会保险保障不足、商业保险覆盖空白领域，面向特定人群或特定风险群体开发的普惠保险产品或服务。

2) 提出了到2025年的发展目标：普惠保险高质量发展体系更加完备，保障范围和覆盖面不断扩大，产品体系更加丰富，人均保障水平持续提升，服务的便捷性和满意度有效改善。

3) 为普惠保险发展设定了三大基本原则：坚持普及服务和普遍实惠相结合、坚持市场机制和政策支持相结合、坚持创新发展和防范风险相结合。

4) 发挥各类保险公司主体作用：要求各保险公司主动承担保障民生、服务社会的责任使命，立足自身经营特点和优势，积极参与普惠保险发展。这其中，国有保险公司应当发挥主力军作用。

5) 要求普惠保险代理费率低于同类产品：明确代理普惠保险业务的保险中介机构须具备触达服务对象的能力，确保服务的可及性和便利性；支持保险公司探索委托邮政等承担国家普遍服务义务的社会基础设施（企业）在符合政策要求的情况下协助办理普惠保险服务；专属普惠保险产品业务的代理费率应低于同类商业保险的代理费率。

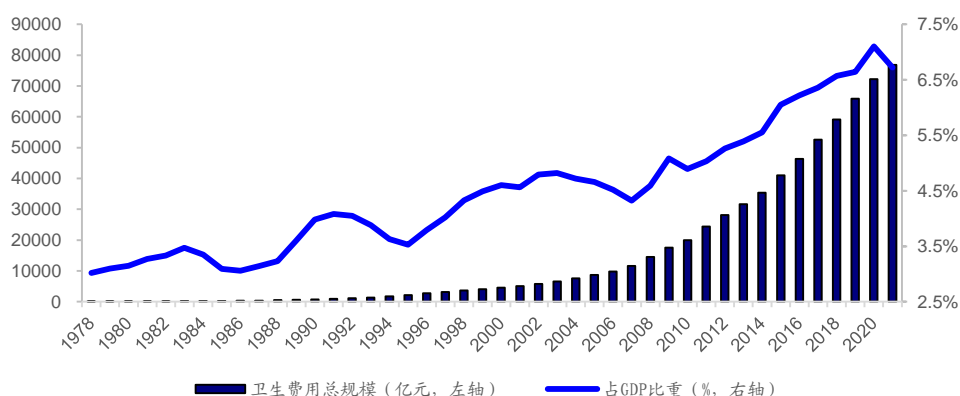
6) 协调推进保险行业数据与民政、医疗卫生、社保等政府部门及相关机构数据的互联互通，拓展普惠保险相关信息和数据来源，提升普惠保险服务的覆盖面和精准度，增强普惠保险风险控制能力。

### 1.3 动因：卫生费用增长+医保支付承压，是惠民保发展的深层原因

我们认为，伴随居民医疗健康管理需求的不断提升，叠加老龄化和慢病人群规模增大，国内医疗卫生费用支出将持续增长，而目前我国卫生费用结构中个人支出占比仍未达到理想水平，且基本医保基金收支面临压力，无法单纯依靠医保提升保障水平，因此需要保险产品进行补位，这也是近年来惠民保快速发展的深层原因。

我国卫生费用支出不断增长，占 GDP 比重呈现上升趋势。改革开放以来，伴随人民生活水平不断提升、医疗健康服务需求不断扩大，叠加医疗通胀因素影响，卫生费用总支出规模快速增长，特别是 2007 年以来呈现增速快速上升趋势。2021 年我国卫生总费用达 7.7 万亿元，同比增长 6.5%，占 GDP 比重已经达到 6.7%。

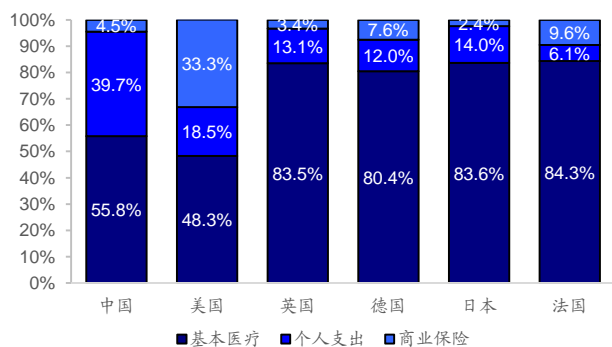
图6 1978-2020 年以来我国卫生费用占 GDP 比重呈上升趋势



资料来源：国家统计局，HTI

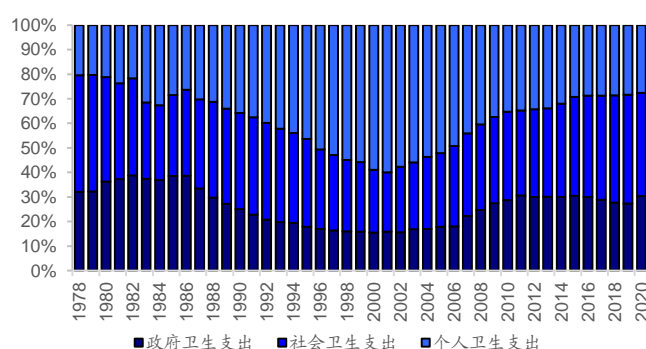
卫生费用支出结构仍待进一步优化，个人卫生费用支出相对较高。根据国家卫健委《2021 年我国卫生健康事业发展统计公报》，2021 年我国卫生总费用中个人卫生现金支出占比为 27.7%，相比 2001 年的 60.0% 已经取得了巨大改善，但是仍然尚未达到世界卫生组织提出的 15%-20% 的理想目标水平，我们预计横向对比发达国家，我国个人医疗费用的个人占比仍然较高。这也反映出我国个人医疗费用支出依然存在压力，基本医疗保障力度有待进一步加强。

图7 2015 年我国医疗费用个人支出比例明显高于发达国家



资料来源：世界银行，HTI

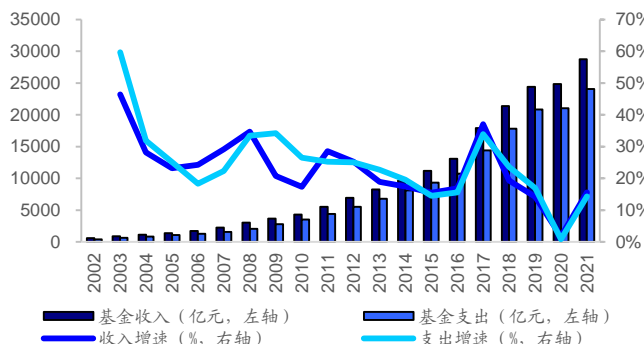
图8 2000 年以来我国个人卫生支出占比逐步下降



资料来源：wind，HTI

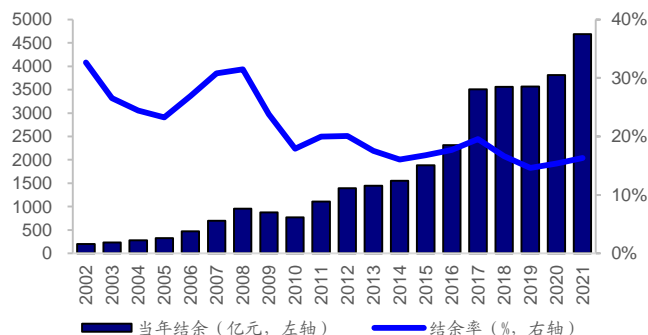
国家医保基金收支压力面临压力，需要社保外资金进行补充。从 2009 到 2021 年，随着中国医保覆盖范围的加大，医保基金收入和支出都在逐年增加，但结余率却呈下降趋势。2021 年医保基金结余率为 16.3%，虽然较 2020 年略升了 0.9 个百分点，但整体仍处于历史低位。我们认为，一方面这是由我国医保基金的运作管理原则“收支平衡、略有结余”决定的，另一方面由于医疗费用上涨与人口老龄化加速影响，医疗保险基金支出持续增长，医保收支面临压力较大，需要预防出现收不抵支的窘境。

图9 2002-2021 年医疗保险基金收支情况



资料来源：国家统计局，HTI

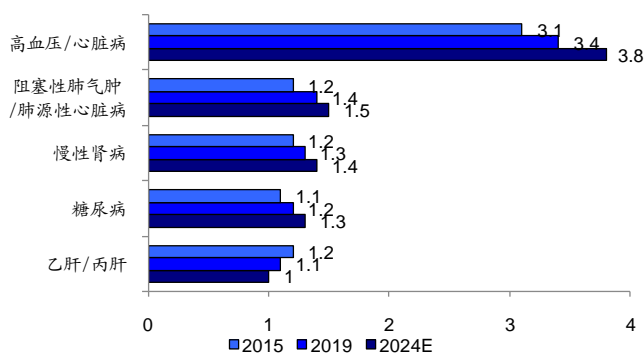
图10 2002-2021 年医疗保险基金结余率中枢下行



资料来源：国家统计局，HTI

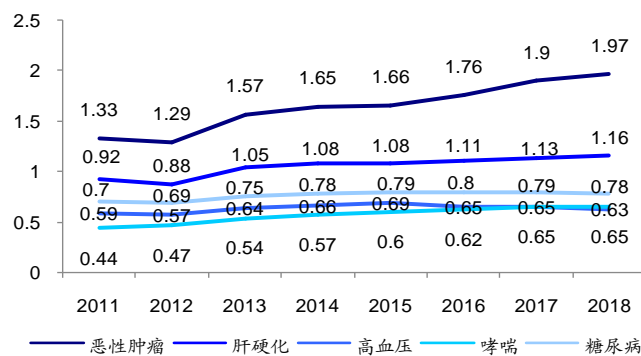
次标人群规模不断扩大，慢病医疗支出压力亟待缓解。随着我国经济社会发展和卫生健康服务水平的不断提高，居民人均预期寿命不断增长，慢性病患者生存期的不断延长，加之人口老龄化、城镇化、工业化进程加快和行为危险因素流行对慢性病发病的影响，我国慢性病患者基数仍将不断扩大。同时因慢性病死亡的比例也会持续增加，国家卫生健康委副主任李斌在《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》发布会接受采访称，2019 年我国因慢性病导致的死亡占总死亡 88.5%，其中心脑血管病、癌症、慢性呼吸系统疾病死亡比例为 80.7%。根据中研网预测，到 2026 年癌症、糖尿病、高血压的发病率将分别提高至 0.7%、14.4%、27.8%。慢性病患率率的上升，将产生长期用药及科学慢性病管理成本，带动中国慢性病管理开支增加，据中研网预计，2020 年中国慢病支出将达 5.5 万亿元左右。而慢病人群通常无法正常购买商业健康险产品，因此面临着更大的医疗支付压力。

图11 主要慢性病种患病人群规模（亿人）



资料来源：灼识 CIC 公众号，HTI

图12 2011 年-2018 年患者在公立医院内慢病花费（万元）



资料来源：亿欧智库，HTI

## 2. 现状：惠及下沉市场与高龄群体，赔付率面临压力

### 2.1 地域分布：逐步向下沉市场渗透，东南及西南部分地区参保积极

从产品进程来看，惠民保产品发展呈现由一二线城市向三四线城市下沉的趋势。我们认为主要原因为：1) 一线城市数量相对较少，虽然市场规模较大，但在“一城一策”趋势下，对于产品数量需求的上限较低，而广阔的下沉市场则可以容纳更多产品发展。2) 从惠民保的普惠性质看，普及保险密度及深度相对较低的低线城市，为更多基层消费者提供风险保障，符合惠民保的普惠产品定位。

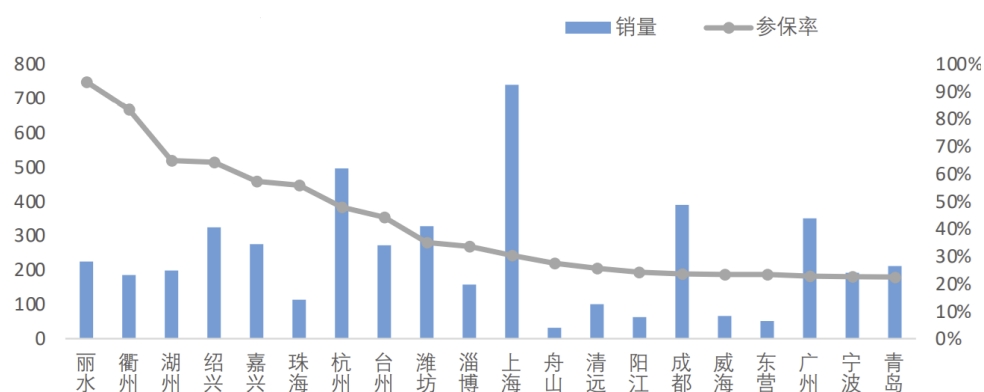
图13 惠民保产品发展逐步由一二线城市向三四线城市下沉

城市级别	2015年4月 -----> 2021年6月																	
一线	1	1	1	1	2		1	1		1	1	1	1		2	1		
新一线				1	1	2	1	2		1	2	3	3	3	4			
二线				1		1		1	3	5	3	4	4	3	4	3	2	
三线							1		1	3	8	1	6	1	2		1	5
四线					1		1				2	3	9	2	1	2	1	
五线											1	2	2		1			

资料来源：《“惠民保”发展模式研究》，HTI

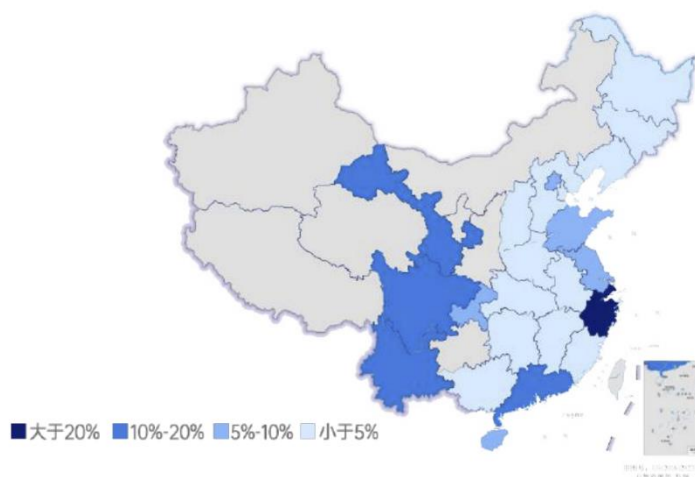
不同地区参保率差异较大，其中东南沿海及西南部部分地区参保率相对较高。目前惠民保保障区域已经覆盖全国多个省市，经济发达地区参保人数和保费收入都相对更高，而不同地区间参保率差异较为明显。分省份来看，浙江省参保率最高，直辖市中上海沪惠保参保率较高，此外广东、四川、云南、甘肃等地参保率也相对较高。而从城市维度看，丽水市参保率最高，超过 90%，衢州市参保率亦超过 80%。从参保人数上看，2021 年深圳参保人数已达 796 万，在全国政府引导支持型商业保险项目中参保人数位居第一；沪惠保 2021、2022 年参保人数分别为 739 万人、645 万人。

图14 部分城市惠民保参保率可以达到 80%-90%



资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

图15 东南沿海及西南部部分省份惠民保参保率较高

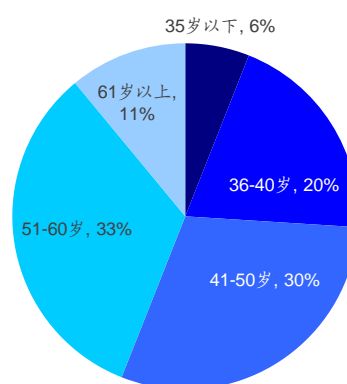


资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

## 2.2 用户画像：平均年龄高于商业险，主要受高性价比属性吸引

投保人群平均年龄高于商业医疗险，子女为父母投保占有相当比例。由于惠民保产品对于参保人年龄无限制，因此能够吸引一部分因为年龄问题无法投保商业医疗险的高龄群体，从而拉高了惠民保产品的平均年龄。根据水滴保险研究院发布的《惠民保用户洞察报告》，从多家第三方机构的调查结果来看，惠民保用户的平均年龄多在45-50岁之间，要高于商业医疗保险用户的平均年龄。而惠民保的高龄参保人群中，有相当一部分是由子女代为投保的，根据水滴用户研究中心调研数据，被调查样本中约有70%为家人购买惠民保。

图16 某城市惠民保投保用户以40-60岁年龄段为主

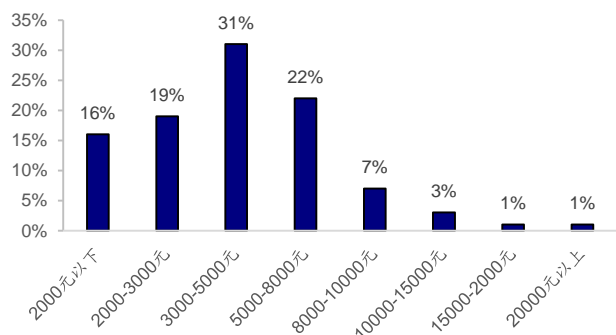


资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

三四线城市人群及中低收入人群占比较高，与产品普惠属性相一致。如前文所述，惠民保产品发展呈现出从一二线城市向三四线及以下城市扩展的趋势，目前三、四线城市用户占比相对略高，而五线及以下占比明显较低，说明在更下沉的县域市场上，惠民保的普及率和渗透率仍然不足。而从收入分布看，根据水滴保险研

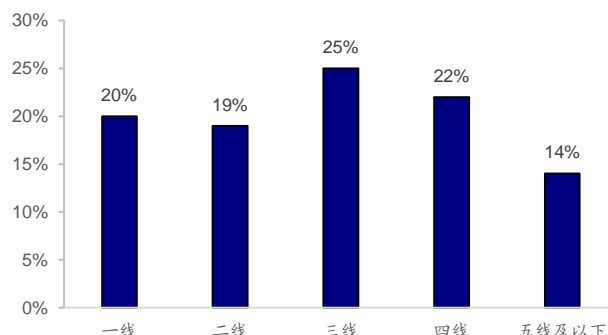
究院《惠民保用户洞察报告》对国内某城市调研数据，惠民保用户收入水平主要集中在 3000-8000 元，月收入在 8000 元及以上用户比例仅为 12%。我们认为，以上结果除了和当地收入平均水平以及收入结构自然分布因素有关以外，惠民保产品本身的普惠属性也决定了其面向的主要客群为更广泛的中低收入群体，高收入者可能会更加青睐保障功能和附加服务更为丰富的百万医疗和高端医疗产品。

图17 某城市惠民保用户收入集中于 3000-8000 元区间



资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

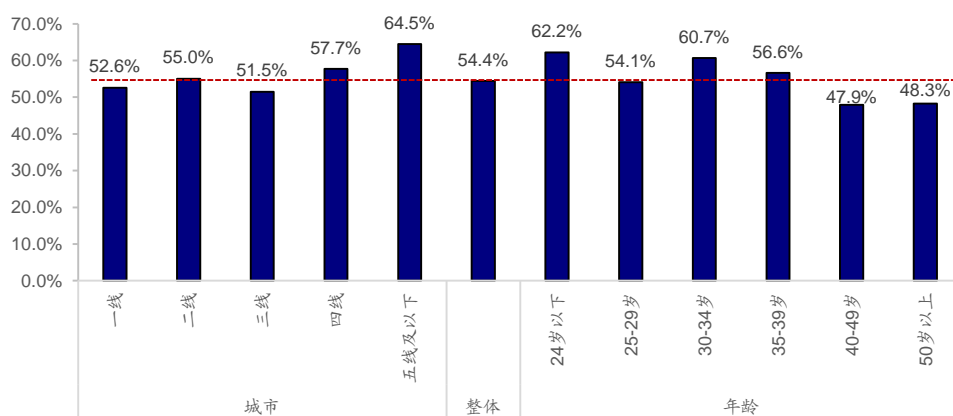
图18 惠民保产品在五线及以下地区渗透率相对较低



资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

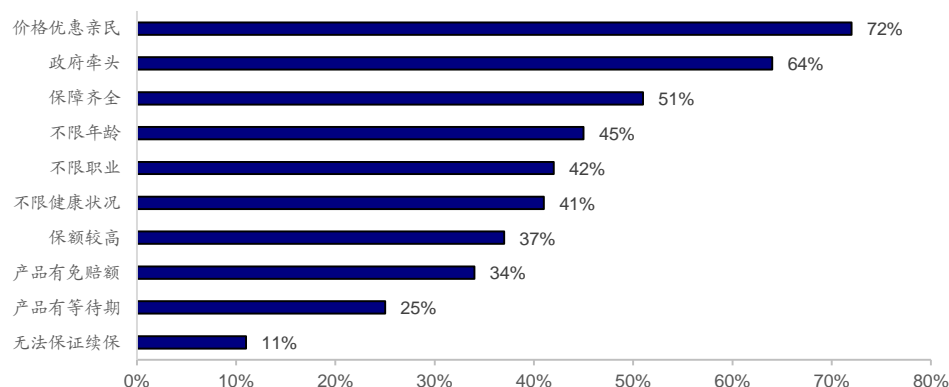
**惠民保是超过半数参保人的保险“启蒙”，低价格+政策性+普惠性是促使参保的关键因素。**根据水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，在现有惠民保用户中，有 54.4%的用户购买的第一份商业保险就是惠民保，特别是在低线城市和年轻群体中，这一比例更高。促使消费者购买惠民保的原因中，价格优惠亲民和政府牵头有保障是前两大因素，占比分别为 54%和 51%，这与消费者对于惠民保的认知特征是相符合的。值得注意的是，参保门槛低对于高龄消费者影响更为显著，仅 28%的用户因惠民保不限健康状况而参保，但在 50 岁以上用户中这一占比提升至 35%。

图19 约 54.4%的用户购买的第一份商业保险是惠民保产品



资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

图20 用户对惠民保认知最高的内容是价格优惠亲民

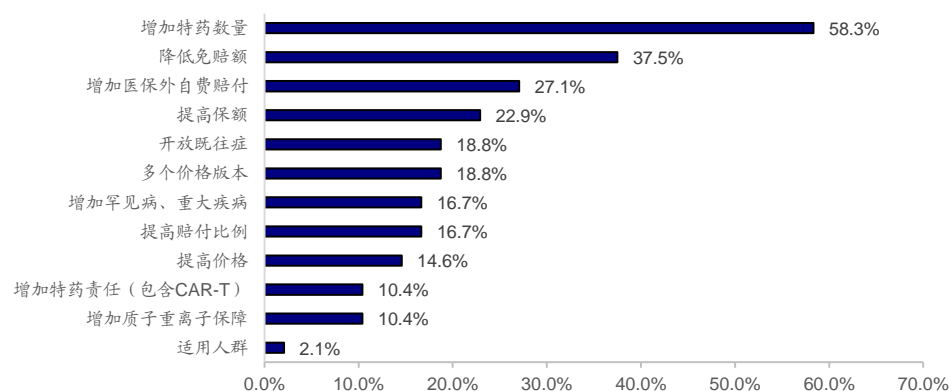


资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

### 2.3 产品趋势：保险责任范围不断扩大，特药保障成为显著特色

近年来惠民保产品责任范围有所扩大，增加特药数量是最普遍的迭代方向。根据中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，2021年上线的惠民保续保产品普遍呈现出“加量不加价”的趋势，保险责任整体上有明显扩大，其中58.3%的产品增加了特药保障的药品数量，此外还有37.5%的产品降低了免赔额，27.1%的产品增加了医保外自费赔付责任。

图21 2020-2021年惠民保产品设计最大的变化是增加特药数量



资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

**迭代方向 1：增加特药数量。**惠民保产品特药责任主要是治疗特定疾病（通常为恶性肿瘤等）的特效药品，以白名单形式划定特药范围，部分产品的特药范围还包括未在国内上市的海外创新药。以海南省“乐城特药险”为例，其保障的特药数量由2020年的70种扩大至2021年的100种，其中海外创新药数量大幅增加，覆盖的病种范围也由35种增加至42种，同时对于既往症人群允许按照30%比例进行赔付。我们认为，特药责任对于部分老年人群、非健康人群的保障功能更为显著，扩展特药数量可以有效降低患者的医疗负担，也有助于提升患者对于创新药品及疗法的可及性。

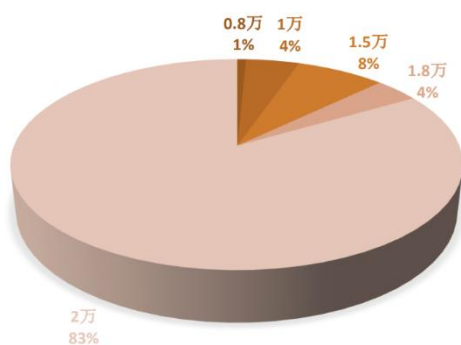
表 2 海南省“乐城特药险”产品迭代情况

	乐城特药险（2020）	乐城特药险（2021）
价格	29 元	
生效时间	2020 年 10 月 1 日	2021 年 10 月 1 日
保障期限	1 年	
等待期	0 天	
投保年龄	不限	
适用人群	海南省基本医保参保人	海南省户籍、海南身份证持有人、海南省基本医保参保人及其直系亲属
保障责任	药品数量：70 种（含 49 种海外创新药+21 种医保目录外特药） 惠及人群：既往症不可赔 健康服务：8 项基础服务 覆盖病种：35 种	药品数量：100 种（含 75 种海外创新药+25 种医保目录外特药） 惠及人群：既往症可赔 健康服务：8 项基础服务+8 项升级服务 覆盖病种：42 种
保额	100 万元	
免赔额	0 元	
赔付比例	非既往症人群 100%，既往症人群 0%	非既往症人群 100%，既往症人群 30%

资料来源：乐城特药险微信公众号，海南省人民政府，HTI

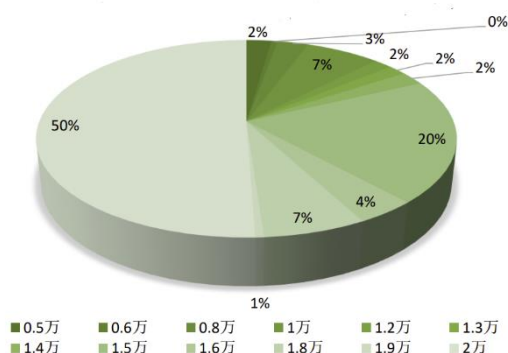
**迭代方向 2：降低免赔额。**这一变化趋势在 2021-2022 年度表现明显，根据湖南大学《“惠民保”产品研究蓝皮书 2022》，2021 年约有 83% 的惠民保产品免赔额为 2 万元，而 2022 年这一比例下降至 50%，而免赔额 1.5 万元的产品占比则由 8% 提升至 20%。我们认为，免赔额的降低可以进一步提高对参保人的保障力度，但也应当注意，惠民保作为基本医疗保险的衔接定位，免赔额的设计应当考虑大病医保的起付线水平，以理顺大病医保和惠民保的赔付顺序。

图 22 2021 年约 83% 的惠民保产品免赔额为 2 万元



资料来源：湖南大学《“惠民保”产品研究蓝皮书 2022》，HTI

图 23 2022 年免赔额 2 万元的产品占比降至 50%



资料来源：湖南大学《“惠民保”产品研究蓝皮书 2022》，HTI

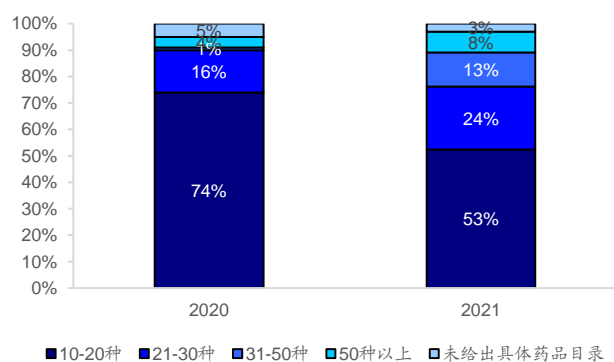
**迭代方向 3：拓展医保目录外保障。**从 2020 年惠民保责任设计来看，普遍以“医保内医疗责任+特药责任”为主，而 2021 年很多地区惠民保产品开始转变为“医保内医疗责任+医保外医疗责任+特药责任”或“医保外医疗责任+特药责任”。我们认为这一转变的主要原因在于政府参与程度的加深，在市场发展早期主要以保险公司为主进行产品设计和运营推广，需要通过维持较低的费率水平来提高消费者参保积极性，因此在保险责任拓展方面积极性不高。而伴随政府参与程度的提高，一方面参保率有了一定保障，另一方面政府对于产品设计的指导性加强，部分地区政府发布文件明确了医保外责任是惠民保的保障核心。

表 3 重庆惠民保产品迭代情况

	重庆渝惠保 (2020)	重庆渝快保 (2021)
价格	69 元	69 元 (保障 1+2) 169 元 (保障 1+2+3)
既往症	7 类重大既往症不可赔付	可保可赔
保障责任 1 (基本医保内)	医保报销范围内经医保、大病医疗保险等报销后的剩余医疗费用	住院和特病门诊医保目录范围内自付费用
保障责任 2 (基本医保外)	无	住院和特病门诊医保目录范围外自费费用
保障责任 3 (特药责任)	恶性肿瘤特定药品费用	院外特定高额自费药品费用

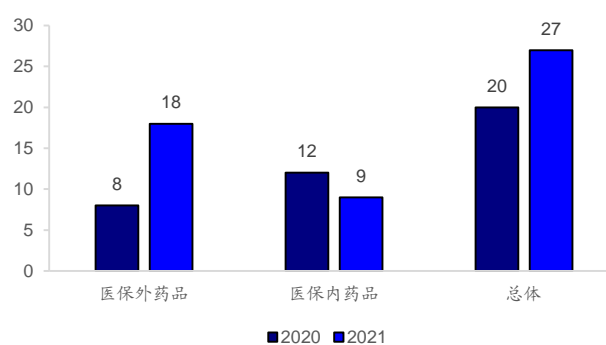
资料来源: 重庆惠民保微信公众号, HTI

图 24 2021 年惠民保特药覆盖数量明显提升



资料来源: Latitude Health, HTI

图 25 惠民保对特药类型更加侧重于医保外药品



资料来源: Latitude Health, HTI

## 2.4 赔付情况: 部分项目目前面临较大赔付压力

惠民保需要兼顾普惠与盈利, 应以保本微利为目的, 赔付率需维持在适当水平上, 过高或者过低的赔付率都不是惠民保产品的理想状态。赔付率过低会显著降低民众的参保积极性, 加剧逆向选择问题, 如“珠海大爱无疆”首年赔付率仅为 37.3%, 第二年参保人数明显减少; 同时赔付率过低的惠民保产品可能会被外界质疑其普惠性。而赔付率过高则会给险企带来赔付压力, 甚至面临亏损风险, 惠民保能否在高赔付率下持续运营是市场关注的焦点。

目前来看相当一部分产品赔付率已经偏高。根据 2021 年度 18 个地区惠民保项目披露的数据计算, 整体赔付率约为 82%, 不同地区间存在一定差异, 其中最低的“金城·惠医保”为 61%, 而最高的深圳重疾险则超过 100%。以 2022 年数据来看, 截至 10 月, “江苏医惠保 1 号”总赔款达 5.11 亿元, 赔付率约为 108%; 截至 11 月, “重庆渝快保”累计赔付 6.32 亿元, 赔付率为 100%。由于保险赔付具有“长尾”特点, 产品最终赔付率可能超过以上数据的线性外推结果。

表 4 2021-2022 年 18 个“惠民保”项目参保及理赔情况统计

地区	惠民保	参保人数(万人)	保费(万元)	理赔人数/人次	理赔金额(万元)	赔付率(%)
广东深圳	政府重疾险	803	31319	27000	33000	105%
浙江温州	益康保	162	29243	65633	27193	93%
浙江湖州	南太湖惠民保	175	17485	44726	16205	93%
浙江衢州	惠衢保	169	16919	38379	15669	93%
浙江丽水	浙丽保	205	20450	450000	18600	91%
浙江绍兴	越惠保	307	30684	62101	27634	90%
上海	沪惠保	739	84985	212600	75000	88%
浙江舟山	舟惠保	32	3241	8149	2843	88%
浙江嘉兴	嘉兴大病无忧	268	26827	43300	22856	85%
山东临沂	临沂保	155	10688	26859	8707	81%
山东淄博	淄博齐惠保	121	12015	7122	9743	81%
广东佛山	平安佛医保	80	14835	7669	11700	79%
浙江杭州	西湖益联保	470	70536	62500	54200	77%
广东广州	穗岁康	367	66060	173000	47000	71%
广东珠海	珠海大爱无疆	83	15854	5336	11200	71%
江苏徐州	惠徐保	110	7590	7460	5115	67%
广东惠州	惠州惠医保	65	9705	7414	6430	66%
甘肃兰州	金城·惠医保	55	3795	2931	2302	61%
汇总		4367	472231	492620	395396	82%

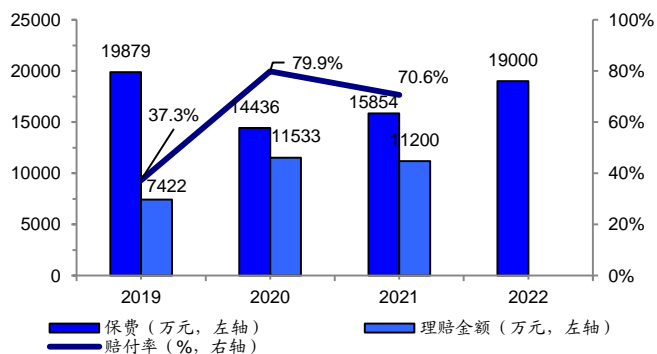
资料来源:《2022年“惠民保”发展的三大热点及趋势:中西部、新市民、可持续》,HTI

表 5 2022 年上半年 10 个“惠民保”项目参保及理赔情况统计

地区	惠民保	参保人数(万人)	保费(万元)	理赔人数(人次)	理赔金额(万元)	理赔率(%)
重庆	重庆渝快保	460	63200	240000	43500	69%
福建三明	三明普惠医联保	7	1008	2135	658	65%
山东菏泽	惠菏保	50	6450	6688	3409	53%
江苏全省	江苏医惠保 1 号	300	47400	23928	22300	47%
广东广州	穗岁康	350	63000	65000	26000	41%
广东佛山	平安佛医保	95	17636	19287	5663	32%
广东肇庆	肇福保	50	7500	1491	1878	25%
河北唐山	惠唐保	60	7740	5188	1724	22%
江苏镇江	镇江惠民保	60	5940	1462	792	13%
湖南省	湖南爱民保	300	41700	2502	3665	9%
汇总		1732	261574	119976	109590	38%

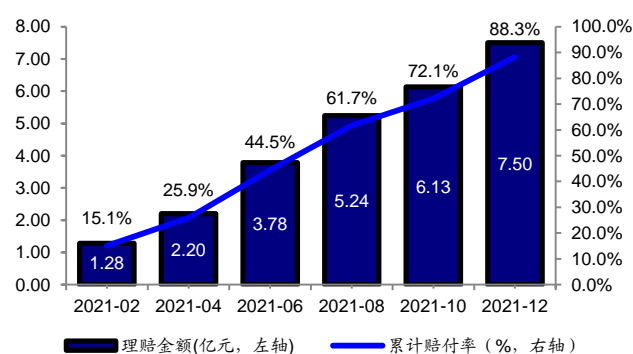
资料来源:《2022年“惠民保”发展的三大热点及趋势:中西部、新市民、可持续》,HTI

图26 珠海大爱无疆 2020-2021 年赔付率明显提升



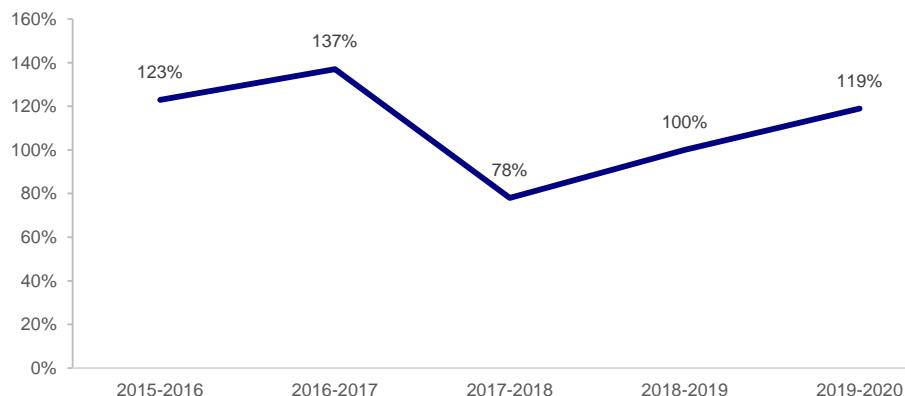
资料来源：珠海大爱无疆公众号，HTI

图27 2021 年沪惠保累计赔付率呈现线性增长



资料来源：沪惠保公众号，HTI

图28 2015-2020 年期间深圳重疾险大部分年份赔付率在 100%及以上



资料来源：中国卫生信息与健康医疗大数据学会《“惠民保”发展模式研究》，HTI

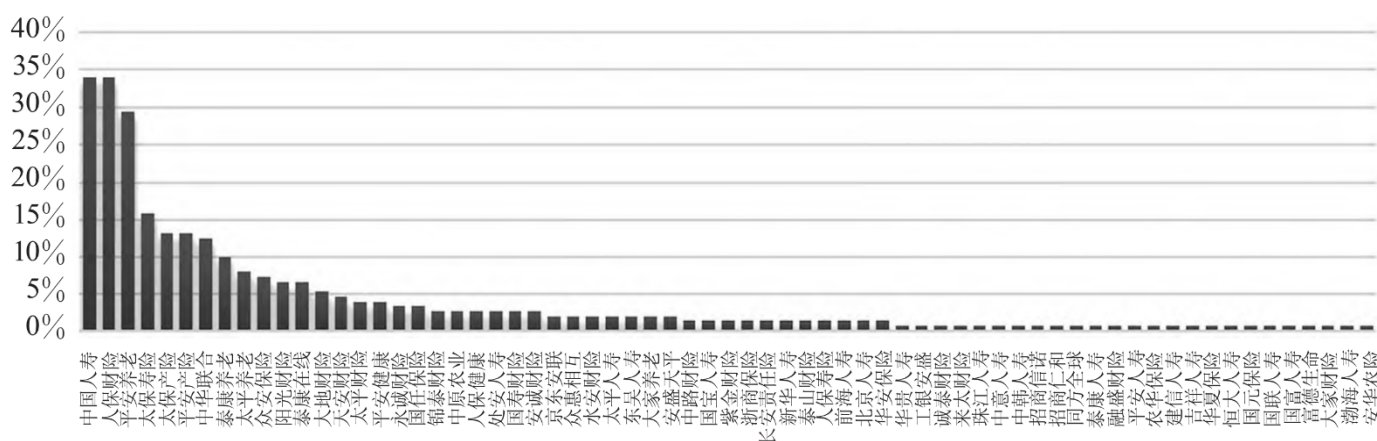
惠民保部分项目赔付率较高，与当地政策规定了产品赔付率下限也有一定关系。在政府推动型的惠民保项目中，当地政府大多对于产品赔付率设置了最低要求，如 2021 年 12 月唐山市发布了《唐山市惠民保险指导意见（试行）》，规定惠民保最低报销比例不低于 40%（既往症患者），赔付率控制在 80%以上。赔付率低于 80%的结余费用，应用于以后年度以丰补歉，承保保险公司不能作为盈余分配。2022 年 11 月浙江省医疗保障局等多部门印发了《深化浙江省惠民型商业补充医疗保险改革的指导意见》，探索构建可持续可复制的“浙里惠民保”指标体系（“5597”），其中要求资金赔付率达到 90%以上。

## 2.5 参与主体：险企以共保形式积极参与，第三方平台赋能项目发展

### 2.5.1 保险公司：财险公司参与热情高，共保是当前主流模式

超 60 家机构参与惠民保业务，头部险企参与度较高。惠民保属于短期健康险业务，人身险及财产险公司均可经营。根据中国卫生信息与健康医疗大数据学会发布的《“惠民保”发展模式研究》，已经有超过 60 家保险机构参与了惠民保业务的开展，包括 29 家人寿保险公司、28 家财产保险公司、4 家养老保险公司、2 家农业保险公司、2 家健康保险公司，1 家相互保险和 1 家责任保险公司。从保险机构参与承保的规模来看，大中型保险机构依托于自身的规模优势和渠道优势，成为了“惠民保”业务承保的主力机构，中国人寿、人保财险和平安养老是参与承保产品最多的三家公司。

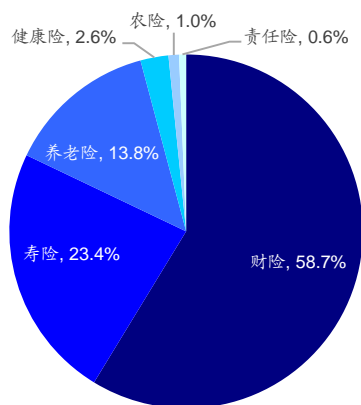
图29 中国人寿、人保财险和平安养老是参与承保惠民保产品最多的三家公司



资料来源：余小桃、王琴等《“惠民保”发展模式研究》，HTI

财险公司在惠民保项目中参与积极性更高。根据慧保天下微信公众号，2021 年财险公司参与的惠民保项目占总体项目数的 58.7%，是各类保险公司中参与度最高的，寿险公司次之。我们认为，财险公司之所以在对惠民保项目的参与热情较高，主要源自于两个因素：1) 从 2020-2021 年的阶段看，受车险综改影响车险业务保费增速承压，财险公司因此转向非车险业务寻求新的保费增长点，而以惠民保为代表的短期个人健康险业务发展空间较大，且有助于帮助财险公司扩展 C 端客户，较为契合财险公司向“车险+非车险”双线增长的转型方向。2) 对寿险公司来讲，惠民保业务保费较低，难以通过佣金激励促使代理人开展业务，对公司价值贡献相对有限，因此寿险公司大多将惠民保业务作为用户抓手的定位。

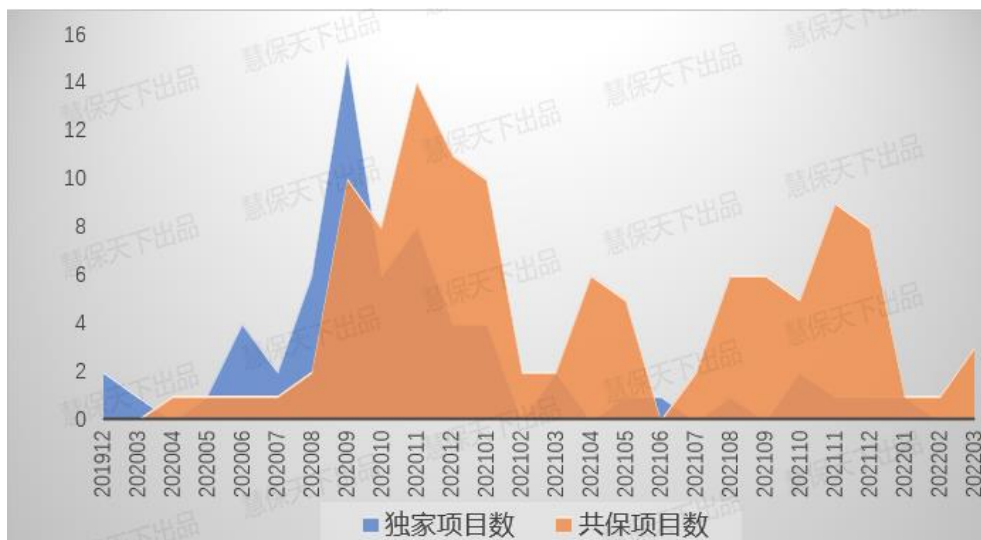
图30 财险公司在惠民保项目中的参与度较高（以产品数量计算）



资料来源：慧保天下微信公众号，HTI

**共保模式是“惠民保”的主流运营方式。**共保模式是由两家或者两家以上的保险机构共同承保和运营同一款产品的模式。共保模式的优点在于，一方面可以避免在同一区域内出现多款形态和保障内容相近的“惠民保”产品，从而降低内部竞争损耗，另一方面也能够充分整合多家保险机构的资源优势，实现广泛的用户触达，更好地提升产品的营运能力和服务水平。根据中国卫生信息与健康医疗大数据学会数据，从2020年1月到2021年5月，联合承保的产品从1款增加至34款，其中广东的“深圳专属医疗保险”产品由14家保险机构联合承保，参与承保公司最多的产品，上线25天累计投保59万单，保额累计突破10亿元；其次是上海的“沪惠保”产品，由9家保险机构共同承保，上线15天参保人数破500万，最终参保人数超过739万人，参保率达到37.4%。伴随共保模式成为主流，全国各地惠民保业务“一城一策”统筹趋势更为显著，原有的“一城多险”情况有所减少。

图31 共保模式是目前惠民保产品的主要承保模式



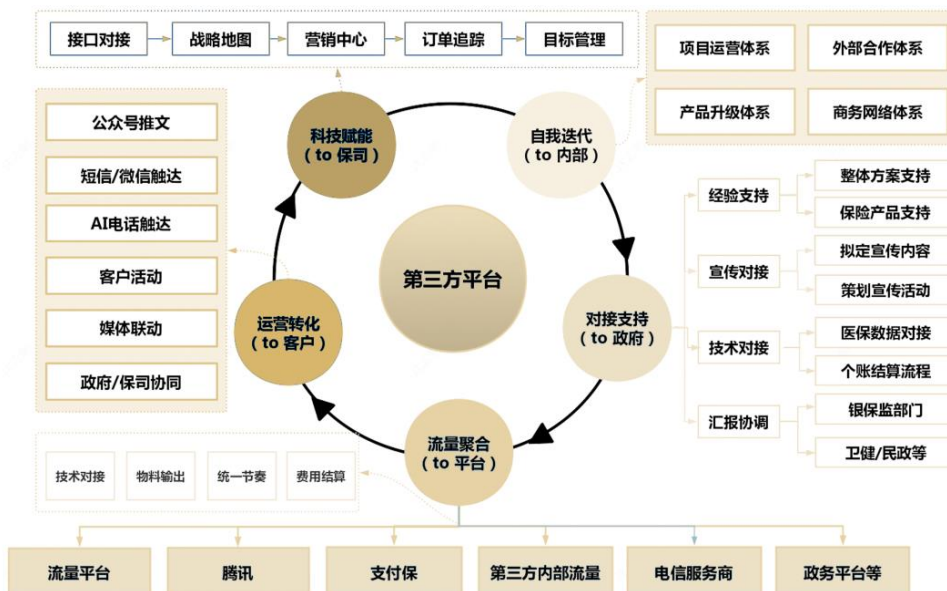
资料来源：慧保天下微信公众号，HTI

### 2.5.2 第三方平台：为惠民保推广运营和增值服务提供有效赋能

第三方平台公司是“惠民保”的重要参与方和推动方，包括健康医疗服务类公司、保险中介类公司和科技服务类公司三大类。根据中国卫生信息与健康医疗大数据学会数据，超过 80% 的产品都会有一家到多家第三方平台公司的参与，其中以健康医疗服务类公司的参与度最高，主要提供特药和健康管理服务。有超过 30 家健康医疗服务类公司参与到了“惠民保”业务的运营中，其中以圆心惠保和镁信健康的参与产品数量最多，保险经纪类公司和科技服务类公司则主要承担产品营销推广和数据技术服务等方面的工作。

第三方健康医疗服务类公司的参与，使惠民保形成了特药服务+健康医疗增值服务的特色化优势。1) 在特药服务中，医药服务平台的价值主要体现在三个方面，一是协助保险机构对相关保障进行责任设计和精算定价，二是参与产品的推广运营，提供线上线下宣传、系统开发、客服和特药赔付等方面的支持，三是通过整合医药企业资源提供特药的供给和相关服务。2) 健康医疗增值服务是“惠民保”产品的另一特色。主要包括两大类：一类是健康服务，覆盖了健康咨询、健康体检、疾病预防等内容；另一类是医疗服务，覆盖了就医协助、慢病管理、康复护理等内容。根据中国卫生信息与健康医疗大数据学会发布的《“惠民保”发展模式研究》，截至 2022 年 1 月，提供各类增值服务的產品接近 100 款，服务项目也从数种到二十多种不等。

图32 惠民保业务第三方平台功能解析图



资料来源：今日保微信公众号，HTI

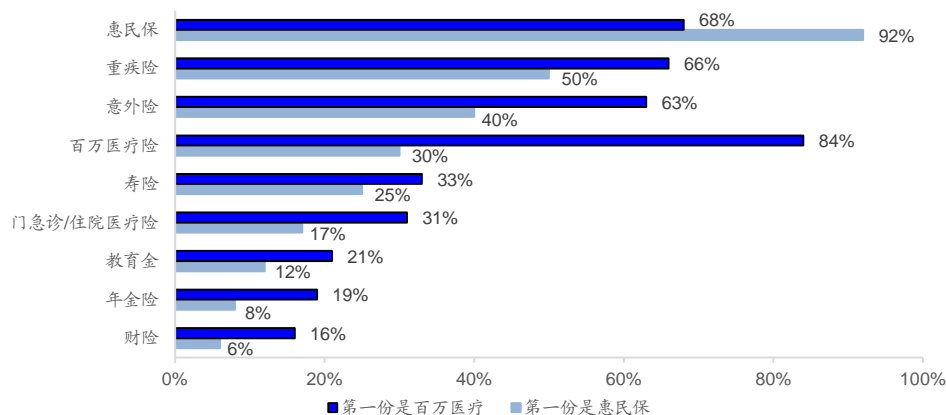
### 3. 展望：筹资和支付需两端发力，提升参保率是当前核心

#### 3.1 惠民保对商业健康险的影响：短期冲击，长期利好

惠民保对商业健康险确实存在短期的“挤出效应”。我们认为，惠民保产品收到市场广泛欢迎，从短期来看对于普通商业健康险确实具有一定冲击，其原因在于：1) 惠民保产品与百万医疗险同属于医疗费用补偿型产品，其形态设计具有相似性，覆盖人群具有一定重叠，因此惠民保的热销将直接导致百万医疗险客户的分流。2) 对于重疾险，虽然惠民保与其功能重叠较小，但也对重疾险销售形成了负面影响，一方面是由于惠民保以较高的杠杆保障了参保人住院医疗及特药的相关费用，降低了消费者对重大疾病开支的心理负担，另一方面由于消费者对于保险产品了解程度较低，不能有效识别惠民保与重疾险的区别，也在一定程度上导致对重疾险的消费意愿下降。

根据水滴保调研数据，在同时购买百万医疗险和惠民保产品的用户中，第一款商业保险是惠民保的用户占比为 20.5%，第一款商业保险为百万医疗险的用户占比为 18.6%，前者对于家庭必备保险认知方面，对各类保险产品的需求程度均小于后者，特别是在百万医疗险产品上差异明显，因此我们认为惠民保对于百万医疗险的实质冲击要高于其他险种。

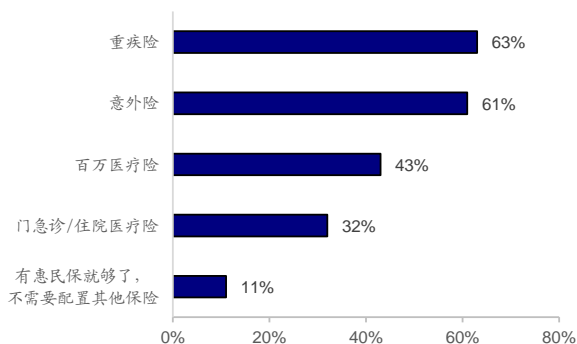
图33 不同客户对家庭必备保险产品的认知



资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

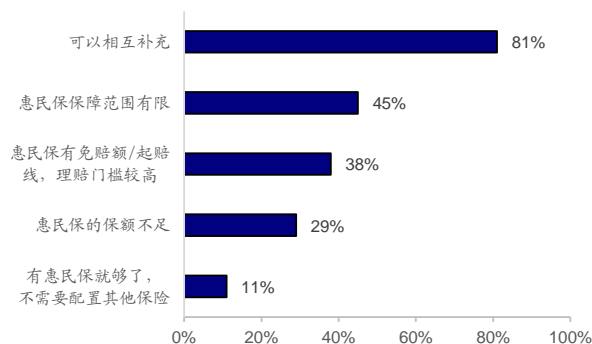
从长期来看，惠民保与商业健康险并非对立而是相互促进。我们认为，惠民保产品并不能完全替代百万医疗产品，同时作为医疗费用补偿型产品，其与重疾险产品的功能并无太多重叠，因此惠民保并不具备对重疾险产品长期冲击的基础，伴随消费者保险产品理解水平的提升，惠民保的“挤出效应”将逐步消解，并且通过惠民保的宣传引导，有助于提升居民的保险保障意识，对于商业健康险的长期发展具有积极作用。根据小雨伞保险经纪联合南开大学发布的《2021 互联网健康险保障指数》提供的调研结果，有 53% 的受调查人群购买了惠民保产品，在已购买惠民保的消费者中，有 21% 表示在购买了惠民保后，他们“认为保障已经足够，不会继续购买重大疾病保险”；74% 认为“保障意识增强，会继续购买重疾险”。水滴保的调研数据同样支持了以上结论，近 9 成用户认为购买惠民保之外仍需配置其他保险，其中重疾险需求占比最高为 63%，在配置其他保险的原因中，出于与惠民保可以相互补充的考虑占比为 81%。

图34 63%的人认为买了惠民保后还需配置重疾险



资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

图35 81%的人认为配置其他保险是为了与惠民保相互补充



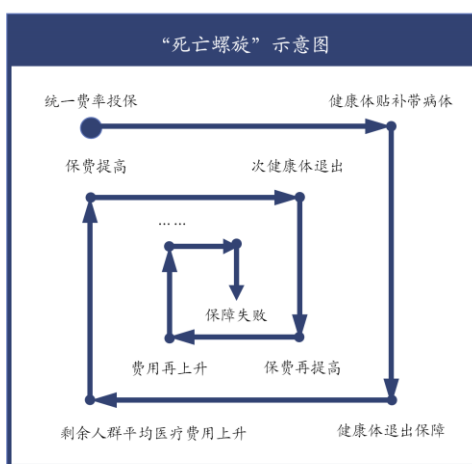
资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

### 3.2 惠民保的可持续性：需要从筹资与支付两端同时发力

惠民保产品的核心风险在于死亡螺旋和长期理赔风险。“死亡螺旋”是指一种导致保险产品最终失败的循环过程，在短期型保险中更为多见。以惠民保为例，由于目前惠民保产品大部分采取单一费率，虽然从宣传推广角度，简单的均一交费水平更有利于客户理解，但对于高龄人群和带病体的价值要远高于年轻人群和健康体，随着时间周期拉长，健康人群可能会因为支付的保费没有得到相应回报而逐渐退出保险。在留下人群继续产生费用和赔付的情况下，保险机构为了控制成本将不得不提高保费，而当保费提高之后，次健康的人群也会逐渐因为付出的保费得不到同等回报而选择退出，以此不断循环下去，最终导致产品失败。即使惠民保产品持续运营，由于较低的定价和低参保门槛，大量高龄人群和既往症人群参保，会导致保险公司可能面临较高的赔付成本，并且随着项目持续时间的增长而不断推高，越来越大的盈利压力也有可能倒逼险企终止项目承保。

我们认为，为了避免出现死亡螺旋、维持产品资金池稳定，一方面需要在筹资端维持稳定的参保资金流入，另一方面需要在支付端有效控制赔付的合理性。而在扩大筹资方面，主要受到定价策略和参保率两个因素的影响，而在稳定支付方面，则需要实现有效控费。

图36 “死亡螺旋”示意图



资料来源：HTI

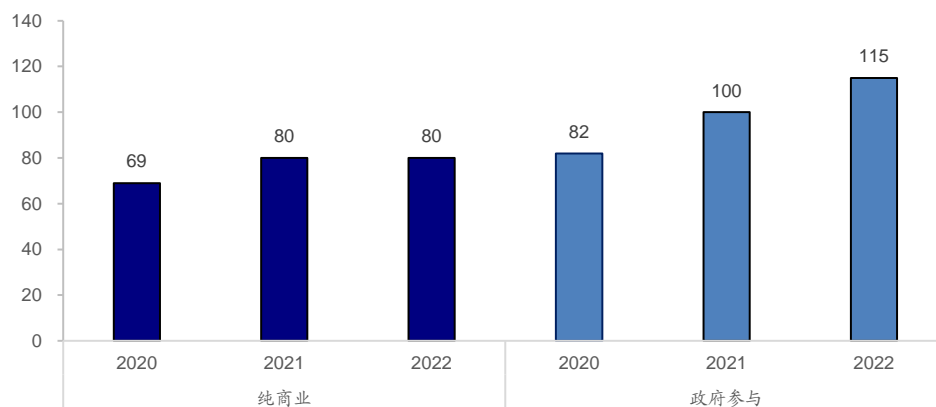
#### 3.2.1 筹资端：提升参保率是维持项目具有稳定资金流入的核心

对于惠民保筹资端，主要受产品定价和参保人数（参保率）两个因素的影响，要保持稳定的保费收入，就必须设计合理、均衡的产品价格，并积极提升整体参保率。

##### 1、通过分层保障、责任拓展适当提升定价水平

近年来惠民保产品的价格呈上升趋势，且政府参与程度较高的产品价格提升幅度更为显著。惠民保产品整体上定价多在几十元至上百元不等，几年来伴随产品保障范围的扩大，产品价格整体上也呈上升趋势，从不同模式的产品上来看，政府参与度高的产品价值涨幅要高于纯商业运营的产品，我们认为这一现象可能是由于政府参与度高的产品大多在保险责任范围上进行了较大拓展，且对于赔付率方面可能存在最低限制，从而在定价方面适当让步，而纯商业运营产品需要通过更低价格来吸引客户参保，同时可能面临同类型产品竞争，因此限制了其价格的上浮。

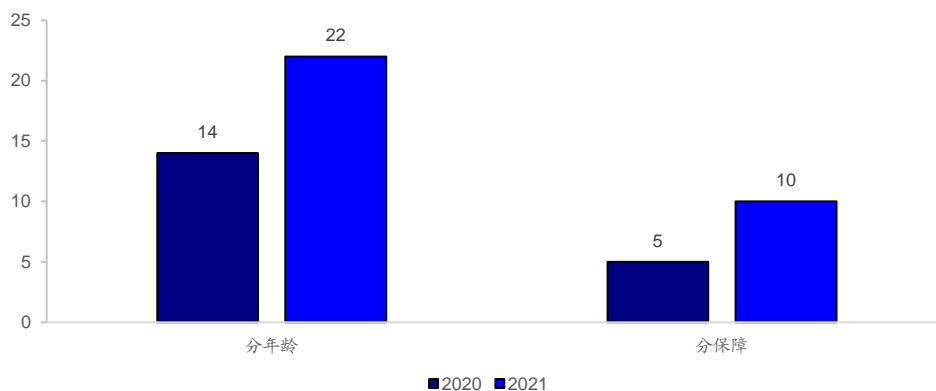
图37 政府参与类的惠民保项目价格涨幅更为明显



资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

**采取适当的分层定价可能更有利于项目的长期发展。**在惠民保发展初期通常采用单一版本，而伴随项目的不断成熟，也呈现出了同一产品不同版本的趋势。如前文所提及的重庆渝快保分为普惠版和升级版两个版本，其中升级版相较于普惠版，对新发病人的报销比例由55%提升至80%，既往症病人报销比例由10%提升至30%，并且新增了特药覆盖范围，产品价格则由69元/年提升至169元/年。我们认为通过有效分层参保人群结构，利用多版本满足不同人群的多样化需求，有助于降低单一产品、单一费率导致死亡螺旋的风险。

图38 2020-2021年同一产品不同版本趋势有所强化



资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

**惠民保产品提升定价需要注意与参保率的平衡，基于基本框架内责任扩展的合理价格上涨是可以接受的。**根据中再寿险与镁信健康发布的《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，2020-2021年惠民保保障范围扩展与价格提升相辅相成，但是当保障范围与价格进一步提升之后，保障范围扩大带来的边际效应明显递减，市场上价格超过200元的一些惠民保产品上市参保量及参保率普遍不高。就目前来看，惠民保保险责任的基本框架包括医保内/外责任、院外自费特药责任、既往症差异化赔付以及部分地区设定的部分差异化责任。在上述框架内扩展责任范围并适度提升定价，并不会对参保率构成明显拖累，甚至部分项目参保率有所提升。如苏州苏惠保1.0和苏惠保2.0定价49元，2021年产品设计增加了保障力度——提升报销比例和新增了重度恶性肿瘤住院津贴、质子重离子医疗费用及CAR-T疗法药品费用后价格涨至79元，反而提升了参保量。

我们认为，基于保险责任拓展而提升产品定价，本质上仍是基于新增风险所附加的溢价，虽然分层化的产品设计更有助于吸引广泛客群和均衡风险，但是难以从根本上大幅降低产品的承保风险，因此相比于提升定价，提高项目整体参保率是更为关键的因素。

## 2、政府深度参与惠民保项目可以有效提高参保率

惠民保产品的参保率受到多方面因素的影响，包括产品本身责任设计、消费者对保险产品消费偏好等，除此之外政府在惠民保项目中的参与程度也显著影响了项目的实际参保率。根据国家金融与发展实验室《“惠民保”模式向何处去》，以政府机构在惠民保产品中的参与程度为标准，划分出以下五类发展模式。

**1) 纯商业运作：**该模式下政府机构基本不介入产品运营管理环节，完全由各保险公司独立经营。该模式下对既往症患者理赔条件奥纬严格，通常除外 3 至 12 种重大既往症，一部分产品对于既往症患者不赔付。

**2) 非医保部门指导：**该模式下对惠民保产品提供支持的部门包括扶贫办、民政局、金融局、大数据局、工会等，支持方式通常采取署名指导单位和参加发布会等。在非医保部门支持型模式下，对既往症患者理赔条件严格，通常除外 3 至 12 种重大既往症，一部分产品对于既往症患者不赔付。

**3) 医保部门指导：**该模式的特点是医保部门为署名指导单位或参加发布会，部分城市的医保部门下发了鼓励惠民保发展文件，通常不提供数据支持，不参与产品设计，不支持职工医保个人账户资金划扣缴纳保费。

**4) 医保部门推动：**医保部门推动型模式的基本特点是实现了职工医保个人账户资金划扣缴纳保费，这使得其与医保部门指导型模式区分开来。另外，医保部门下发文件，参与或主导产品设计；实现了基本医保数据共享；对赔付率监管标准一般要求在 85% 以上，部分城市实现了一站式结算。

**5) 政府推动：**政府推动型模式特点是市、区（县）、乡镇、街道各级政府强力推动，一般把“惠民保”参保率指标纳入区（县）政府目标责任制考核，借助基层网格化管理渠道进行参保推动；医保部门下发文件，主导产品设计；实现了基本医保数据共享；对赔付率监管标准一般要求在 90% 以上；实现了一站式结算；实现了职工医保个人账户资金划扣缴纳保费。

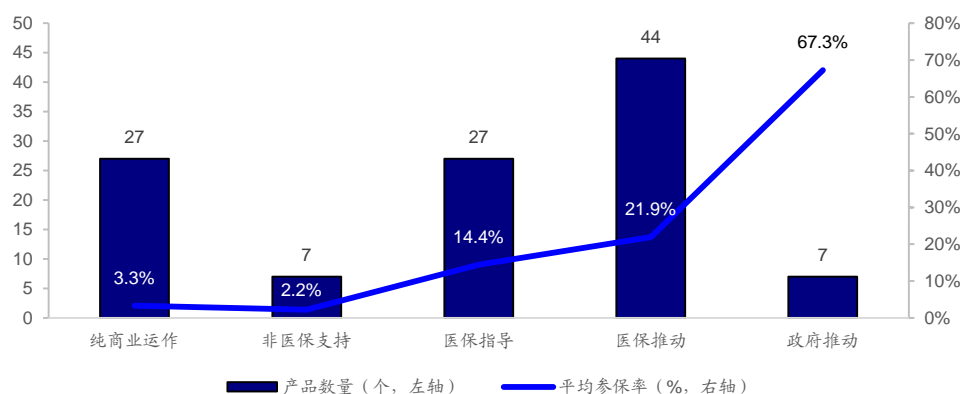
表 6 “惠民保”五大合作模式对比

	纯商业运作	非医保部门指导	医保部门指导	医保部门推动	政府推动
参与单位	无	扶贫办、民政局、大数据局	医保局	医保局	市政府、医保局
医保部门参与程度	不参与	不参与	一般无数据支持、不参与产品设计	数据共享、指导产品设计	数据共享、指导产品设计
既往症	不可保	不可保	限病种可保可赔	可保可赔	可保可赔
个账支持	否	否	否	是	是
参保率指标纳入区（县）政府考核	否	否	否	否	是
理赔方式	商业模式	商业模式	快赔	部分城市一站式结算	一站式结算
赔付率监管标准	无	无	无	≥85%	≥90%

资料来源：国家金融与发展实验室《“惠民保”模式向何处去》，HTI

政府推动型模式和医保部门推动型模式是惠民保的主流模式，也是进一步提高参保率的重要方向。根据国家金融与发展实验室《“惠民保”模式向何处去》，2021年7月初至2022年6月底，在惠民保的五类模式中政府推动型和医保部门推动型发展情况较为理想。1) 从保费指标看，医保部门推动型模式取得了大幅度增长，背后的原因是越来越多地方的医保部门把惠民保项目视作民生工程加以大力推进。政府推动型模式也取得了一定增长。纯商业运作模式、非医保部门指导型模式和医保部门指导型模式，其保费都呈现大幅度下降态势。2) 从参保率指标看，政府推动型模式在参保率已居于高位的基础上，取得了较显著的增长。医保部门介入的两类模式基本持平，非医保部门推动型模式有明显下降。纯商业运作模式的参保率略增，主要是受非医保部门指导型项目转为纯商业项目的影响。从当前数据来看，基本上伴随政府参与度的提稿，参保率也明显提升，其中政府推动型模式下参保率高达 67.3%。我们认为主要是由于政府层面深度介入后，一方面可以提供信用背书，大大提高了消费者对于项目的信任感和接受度，另一方面也可以实现医保数据共享、产品设计指导，还可以通过开放个账等方式优化产品投保渠道。

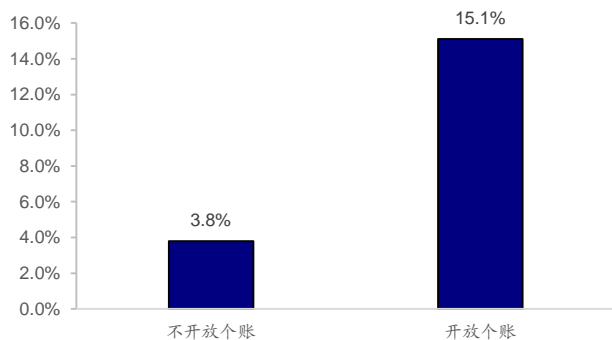
图39 政府在惠民保项目中的深度参与有助于提高参保率



资料来源：国家金融与发展实验室《“惠民保”模式向何处去》，HTI

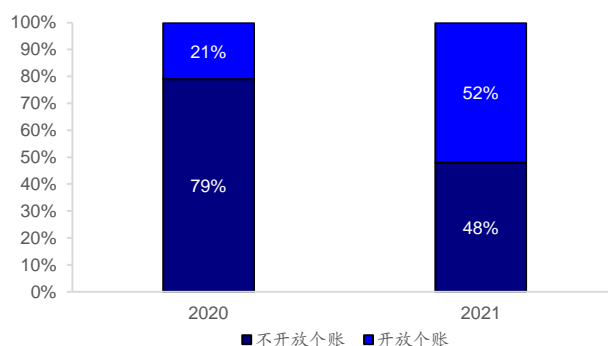
个账的开放是政府深度参与惠民保项目的集中体现，也是影响参保率的重要因素。根据《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，从整个市场看，个账开放投保的惠民保项目平均参保率达 15.1%，远高于无个账支持的 3.8%。而从 2020-2021 年的变化趋势看，2021 年已有 52% 的项目（包含首年投保和续期产品）放开个账投保支持，较 2020 年的 21% 明显提升，同时 2021 年开放个账城市参保量占市场总体比重已达 70%，是参保量的主要贡献来源。

图40 开放个账的惠民保项目平均参保率明显更高



资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

图41 2021年已有超过一半的惠民保产品开放个账

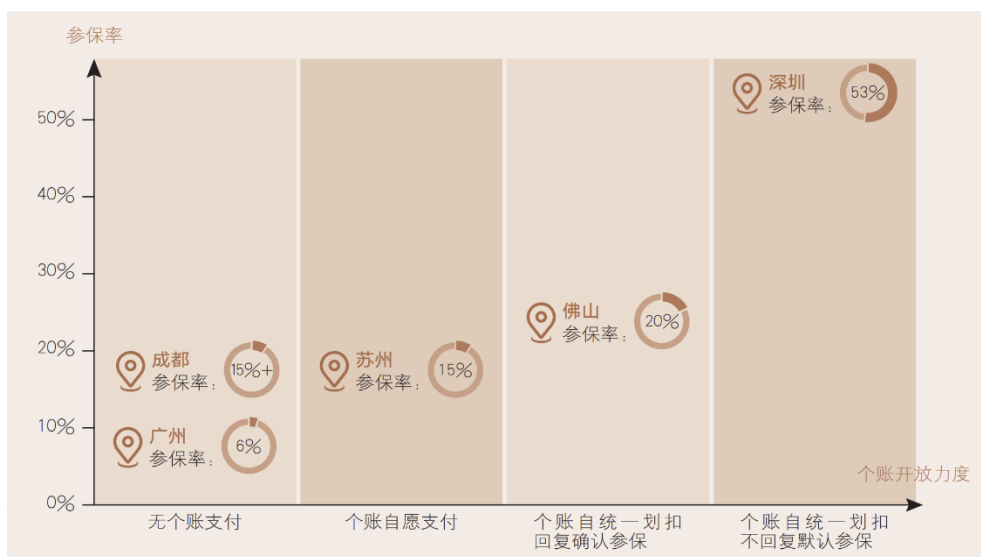


资料来源：中再寿险&镁信健康《2022年惠民保可持续发展趋势洞察》，HTI

**提升个账开放力度或是提高参保率的可行手段。**根据个账对惠民保完成保费支付流程的不同，可以分为自愿支付、统一划扣但需回复确认参保、统一划扣且不回复默认参保三种不同政策力度。从实际运营经验来看，伴随政策力度的提升，参保率出现明显提高，特别是采用个账统一划扣且不回复默认参保的深圳惠民保参保率高达53%，远超其他城市案例。

我们认为，除了个账开放，地方政府还可以通过财政出资、提供免税优惠、鼓励社会出资等多元化手段丰富筹资渠道，也为低收入群体、残疾人群等提供更完善保障。

图42 不同个账开放政策力度对参保率影响同样明显

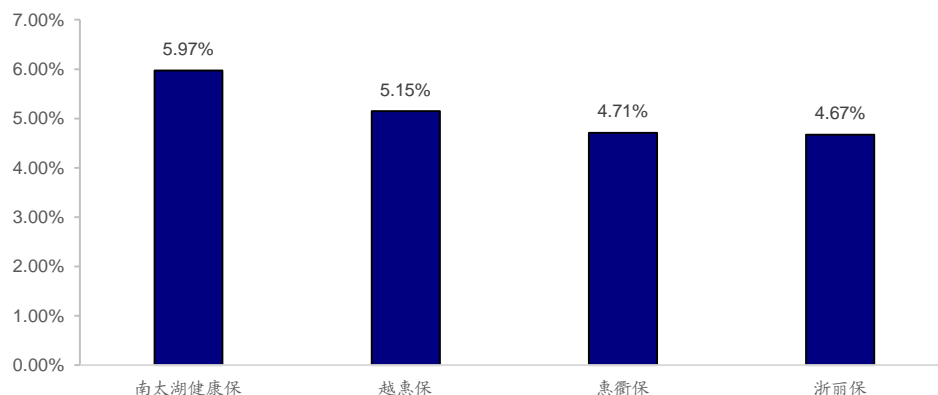


资料来源：阎建军、王明彦《产品视角下的健康保险发展：变与不变》，HTI

此外，政府在惠民保项目中的深度参与还有利于降低项目运营成本。一般来说，在政府推动模式下的惠民保项目中，参保率会纳入政府考核体系，因此各级组织大多通过基层网格化力量进行参保动员。同时，为了保障参保费用及时划扣和后续赔付及时支付，医保个账通常与保险公司进行密切对接，如对接基本医保信息系统实现报销结算一卡刷、共享基本医保数据完善产品定价等。以上措施通过分享政府基层组织网络和医保支付资源，可以有效降低保险公司在营销宣传、理赔服务等

方面的运营费用。根据《“惠民保”模式向何处去》调研显示，政府推动型模式的营销成本占保费的比例普遍在 1.5%以下，而其它模式的营销成本一般在 5%至 8%左右。而从整体看，以丽水、衢州、绍兴、湖州为代表的政府推动型惠民保项目的运营费用率都在 5%左右，基本实现了低成本运营。

图43 政府深度参与模式下惠民保项目运营费用率相对较低



资料来源：国家金融与发展实验室《“惠民保”模式向何处去》，HTI

注：营运费用主要包括经纪费用（含宣传、推广费用）、信息技术服务费、窗口驻点服务人员费用、作业服务费用、保险保障基金等。

### 3.2.2 支付端：应调整责任设计，保持赔付率处于合理区间

既往症人群是赔付的高风险群体，应该进行合理的风险控制。根据对重大疾病人群的保障程度，可以将惠民保产品归为四类：①拒保、②可保但不赔付既往症（可保不可赔）、③可保也赔付既往症（可保可赔）但赔付水平低于健康体、④可保也赔付既往症（可保可赔）且赔付水平和健康体一致。2020 年由于政府参与程度较低，多数惠民保项目以可保不可赔为主，部分更严格的项目直接约定不可保。随着 2021 年政府参与程度逐渐加深，对于重大疾病患病人群风险保障重视程度提高，可保可赔模式基本成为主流模式。但由于重大疾病患者后续治疗费用显著高于健康体人群，因此有必要对既往症人群的赔付进行限制，以保证公平性。以北京普惠健康保为例，在医保内/外费用报销比例上，既往症人群分别为 40%、35%，而健康体则为 80%、70%；在特药责任上，既往症人群免赔额为 4 万元，报销比例 30%，而健康体免赔额为 2 万元，报销比例 60%，整体上将既往症人群的保障水平限制在了健康体的 50%水平上。江苏的“医惠锡城”、上海的“沪惠保”

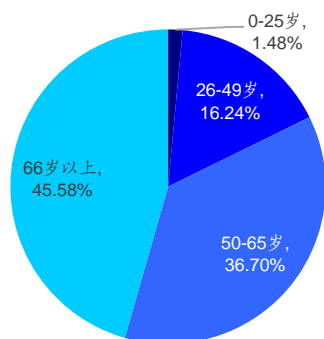
表 7 部分惠民保产品对既往症和非既往症设置了差异化赔付比例

产品	非既往症	既往症
医惠锡城	住院治疗自费医疗费用：70% 恶性肿瘤自费药品费用：70% 罕见疾病自费药品费用：70% 质子重离子治疗费用：70%	住院治疗自费医疗费用：20% 恶性肿瘤自费药品费用：20% 罕见疾病自费药品费用：20% 质子重离子治疗费用：20%
沪惠保	住院自费医疗费用：70% 特定药品费用：70% 质子重离子医疗费用：70%	住院自费医疗费用：50% 特定药品费用：30% 质子重离子医疗费用：30%

资料来源：医惠锡城、沪惠保微信公众号，HTI

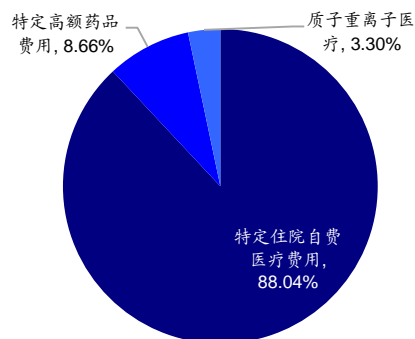
院内外自费责任应当是费用控制的主要对象，进行清单改良是破局方向之一。根据中再寿险与镁信健康发布的《2022 年惠民保可持续发展趋势洞察》，目前惠民保赔付上主要存在以下两个问题：1) 院内自费责任赔付风险逐渐扩大。对一些赔付风险较大的城市进行调研显示惠民保并没有充分使用在重病、大病的报销上，而是在改善生命质量的医疗项目上，与惠民保的基础普惠定位相背离。而这一情况出现的原因，主要是由于院内自费责任在费控上往往缺乏管理。2) 院外特药责任过度扩展。2020-2021 年已上线惠民保项目中，超 80%惠民保项目包含院外自费肿瘤特药责任，有超 60 款惠民保产品对罕见病用药提供了院外特药责任的保障，且其中有 58 款产品将罕见病用药及肿瘤特药以统一的正面清单进行管理。但罕见病的单笔赔付很高，若在自费责任的设计上将其与其他疾病诊疗不做区分、统一看待，必会挤压其他疾病的赔付空间，影响整个基金池的公平性。我们认为，对于院外特药费用，目前所采取的正面清单制度是适宜的方案，一方面可以有效控制赔付费用，另一方面也提供了进一步增减更新的空间，可以适应临床治疗技术的发展。因此在院内自费责任方面，也可以选择性的采用正面清单制度设计，对于高价的、特殊性的药品和器械形成合理的清单名录，从而减少不合理用药/器械的情况。而在院外特药责任方面，对于治疗罕见病的高价药品，应当慎重纳入清单，主要以覆盖常见重大疾病、高频次用药为主，或者设立单独的罕见病责任。但无论院内还是院外费用的控制，都需要基于医保数据、医疗就诊数据进行评估，因此地方政府应当提高医保及医院部门的配合程度，才能协助惠民保实现长期稳健经营。

图44 沪惠保 50 岁以上人群赔付占比达 82.3%



资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

图45 沪惠保特定住院自费医疗费用占赔付总额的 88%



资料来源：水滴保险研究院《惠民保用户洞察报告》，HTI

风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；保障型产品增长不及预期。

## APPENDIX 1

### Summary

- Origin: City Medicare is an effective supplement to basic medical insurance, which has entered a period of rapid development since 2020.
- Current situation: It has benefited the sinking market and the elderly group, and insurance companies actively participate in the co-insurance mode.
- Prospect: City Medicare will have short-term impact on commercial health insurance and long-term benefits. To improve the sustainability, we need to make efforts from both financing and payment.
- Risks: The interest rate tends to go down; Stock market fluctuation; Lower-than-expected growth of protective products.

## 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，孙婷，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, Ting Sun, 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，Wangjie OU，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, Wangjie OU, 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).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601319.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601319.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601319.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601319.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601319.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

平安资产管理有限责任公司，601628.CH，601319.CH，601601.CH 及 601336.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

平安资产管理有限责任公司，601628.CH，601319.CH，601601.CH 和 601336.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 HUIZ.US 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from HUIZ.US.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司，601628.CH，601319.CH，601601.CH 及 601336.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 平安资产管理有限责任公司，601628.CH，601319.CH，601601.CH 和 601336.CH.

海通担任 601318.CH，601628.CH，601601.CH 及 601336.CH 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 601318.CH，601628.CH，601601.CH 和 601336.CH.

**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**

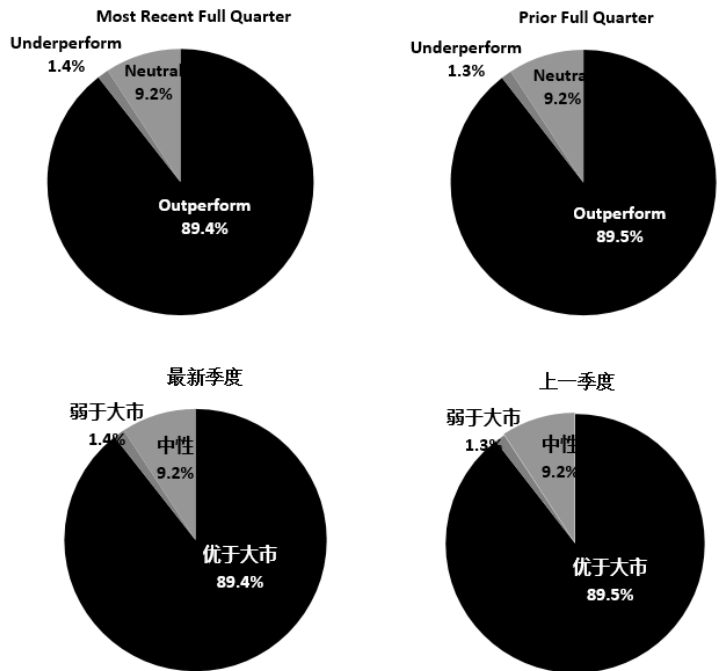
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**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.**

**评级分布 Rating Distribution**



**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

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, adaptation, 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 and 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 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。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International

Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities

---

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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

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

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

---