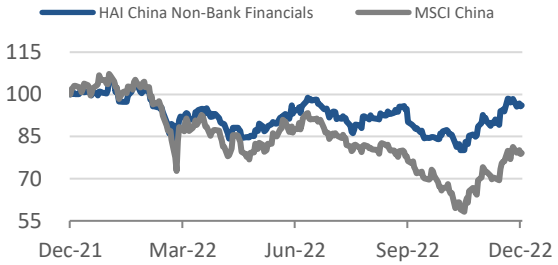
中国非银行金融 China Non-Bank Financials

非银周报：保险行业“资产端+负债端”同步改善

Non-bank Financial Weekly: For insurance Industry, the "Asset Side and the Liability Side" Improved Simultaneously

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
中国平安	Outperform	光大证券	Outperform
中国人寿	Outperform	兴业证券	Outperform
中信证券	Outperform	中国财险	Outperform
指南针	Outperform	国投资本	Outperform
中国太保	Outperform	浙商证券	Outperform
中国人保	Outperform	财通证券	Outperform
中信建投	Outperform	东吴证券	Outperform
中金公司	Outperform	国金证券	Outperform
国泰君安证券	Outperform	国联证券	Outperform
广发证券	Outperform	国元证券	Outperform
华泰证券	Outperform	同花顺	Outperform
招商证券	Outperform	众安在线	Outperform
新华保险	Outperform	永安期货	Neutral
中国银河	Outperform	第一创业	Neutral
东方证券	Outperform	华安证券	Outperform
富途控股	Outperform		



资料来源： Factset, HTI

Related Reports

非银周报：看好保险股持续估值修复（Non-bank Financial Weekly: Bullish on insurance stocks valuation repair）(12 Dec 2022)

Presentation：行到水穷处，坐看云起时——非银行金融行业 2023 年投资策略（Non-Bank Financial 2023 Investment Strategies）(5 Dec 2022)

非银周报：投资端持续改善，保险板块继续修复可期（Non-bank Financial Weekly: The Investment Side Continues to Improve, and the Insurance Sector Continues to Repair）(4 Dec 2022)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

投资建议

- **2022 年以来日均股基交易额超 1 万亿，两融余额及市场活跃度总体维持高位。资本市场改革快速推进，券商各项业务有望提速，头部券商优势显著。保险行业 2023 年“开门红”值得期待，中长期仍看好康养产业发展；十年期国债收益率回升至 2.9%左右，如果经济预期改善、长端利率持续上行，保险公司投资端压力将显著缓解。建议关注：中国人寿、中国太保、中信证券、东方证券等。**

- **非银行金融子行业近期表现：**最近 5 个交易日（2022 年 12 月 12 日-12 月 16 日）保险、证券、多元金融行业均跑输沪深 300 指数。保险行业下跌 1.69%，证券行业下跌 2.39%，多元金融行业下跌 5.00%，非银金融整体下跌 2.30%，沪深 300 指数下跌 1.10%。

- **证券：12 月交易额环比下降； 10 月公募基金规模数据出炉。**1）**2022 年 12 月两市交易额同比、环比均下降。**截止至 2022 年 12 月 16 日，12 月日均股基交易额为 9984 亿元，同比-16.42%，环比-2.54%。两融余额 15725 亿元，同比 -14.97%，环比-0.07%。**2）2022 年 10 月公募基金规模数据出炉，整体环比保持稳定，权益类产品规模持续下滑。**截止至 2022 年 10 月末，市场 10270 支公募基金管理总规模为 26.55 万亿元，同比+8.77%，环比-0.14%。其中，股票型基金规模 2.25 万亿元，同比-7.61%，环比-2.73%，混合型基金 4.73 万亿元，同比-17.92%，环比-2.37%，股票型基金和混合型基金已连续四个月环比下滑。**3）10 月场外业务数据发布，业务规模环比出现下滑。**证券公司开展场外金融衍生品交易新增初始名义本金 6096 亿元，环比-29%；新增发行收益凭证规模 700 亿元，环比-34%；新增非公开发行公司债券产品备案规模合计 1022 亿元，环比-28%。**4）2022 年 12 月 16 日券商行业平均估值 1.3x 2022E P/B，建议关注低估值优质龙头和财富管理转型领先标的，如中信证券、东方证券等。**

- **保险：基本面持续改善中，长端利率上行利好投资，2023 年“开门红”值得期待。**

1）上市险企披露 11 月保费数据，产寿险单月保费增速均显著下滑。上市寿险公司 11 月单月保费收入同比-8.3%，前 11 个月累计-0.1%，11 月保费降幅显著扩大预计主要是由于上年同期基数较高。我们看好寿险行业改革成果逐步释放、队伍质态持续改善，未来新单保费或将改善。产险公司 11 月单月保费合计同比+3.6%，累计+10.3%，增速下降预计主要是受疫情影响导致车险保费增速放缓。**2）银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议。**

孙婷 Ting Sun
ting.sun@htisec.com

Wangjie OU
wj.ou@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)

第三季度末，纳入会议审议的 181 家保险公司平均综合偿付能力充足率为 212%，平均核心偿付能力充足率为 139.7%。财产险公司、人身险公司的平均综合偿付能力充足率分别为 239%、204%；平均核心偿付能力充足率分别为 205%、124%。43 家保险公司风险综合评级被评为 A 类，114 家被评为 B 类，15 家被评为 C 类，9 家被评为 D 类。**3）基本面改善已在进行中。**国寿、平安等大部分公司已开始了 2023 年“开门红”预售，考虑其他类别资产收益率承压，预计保险产品吸引力大幅提升，新单保费有望实现较高增长；伴随国内稳增长政策持续落地、防疫和地产政策持续优化，宏观经济预期改善，十年期国债收益率回升至 2.9%左右，新增固收类投资收益率压力有所缓解。2022 年 12 月 16 日保险板块估值 0.35-0.85 倍 2022E P/EV，处于历史低位。

- **多元金融：1）信托：2022Q1-3 信托资产规模为 21.07 万亿元，较年初提升 2.55%，较二季度下滑 0.17%。**信托行业经营收入、利润总额环比持续恶化，2022Q1-3 实现经营收入 674 亿元，同比-22.82%；利润总额 383 亿元，同比-31.21%，2022Q3 单季经营收入环比-25.44%，利润总额环比-34.27%。**2）期货：证监会就《期货交易所管理办法（征求意见稿）》向社会公开征求意见。**2022 年 11 月全国期货市场成交量为 7 亿手，成交额为 52.79 万亿元，同比分别-0.8%、+3.9%。2022 年 10 月期货公司净利润 4.71 亿元，同比减少 53.90%。2022 年 1-10 月期货公司净利润 85.93 亿元，同比下滑 21.66%。

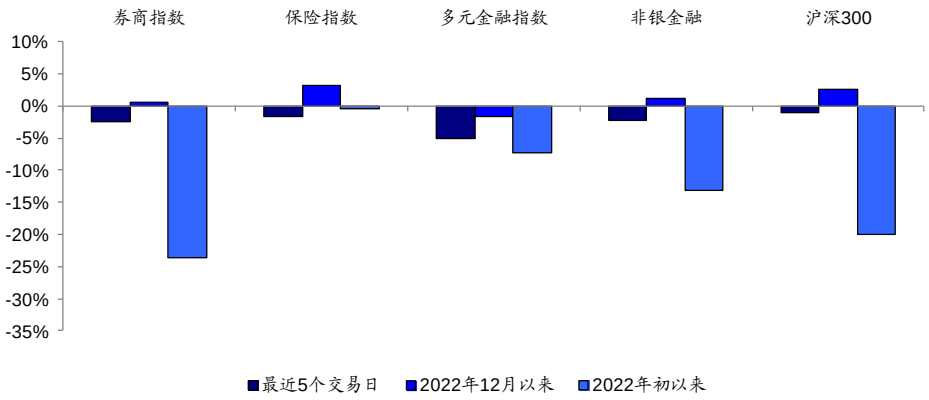
- **行业排序及重点公司：**行业排序为保险>证券>其他多元金融，建议关注中信证券、广发证券、中国人寿、中国平安、中国太保等。

- **风险提示：市场低迷导致业绩和估值双重下滑。**

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2022 年 12 月 12 日-12 月 16 日）保险、证券、多元金融行业均跑输沪深 300 指数。保险行业下跌 1.69%，证券行业下跌 2.39%，多元金融行业下跌 5.00%，非银金融整体下跌 2.30%，沪深 300 指数下跌 1.10%。

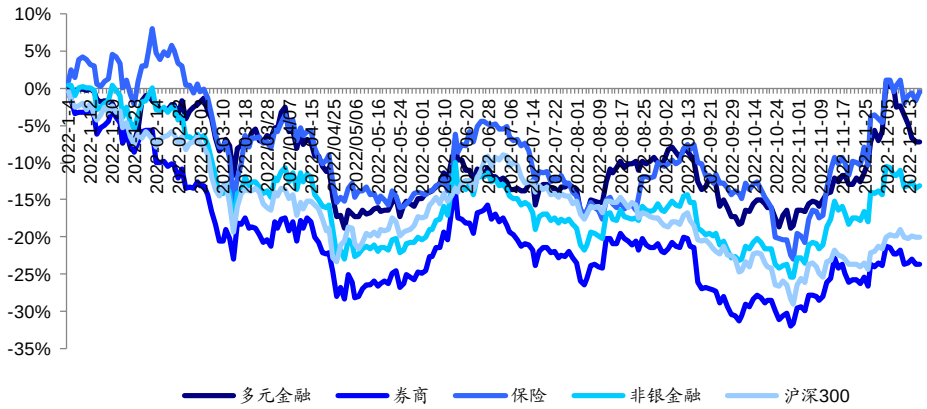
图1 最近 5 个交易日（2022.12.12-2022.12.16）非银金融子行业表现



资料来源：Wind，HTI

2022 年以来（截至 12 月 16 日），保险行业表现相对较好，证券行业表现相对落后。保险行业下跌 0.50%，多元金融行业下跌 7.22%，证券行业下跌 23.64%，非银金融下跌 13.09%，沪深 300 指数下跌 19.96%。

图2 2022 年截至 12 月 16 日，保险行业表现相对较好，证券行业相对落后



资料来源：Wind，HTI

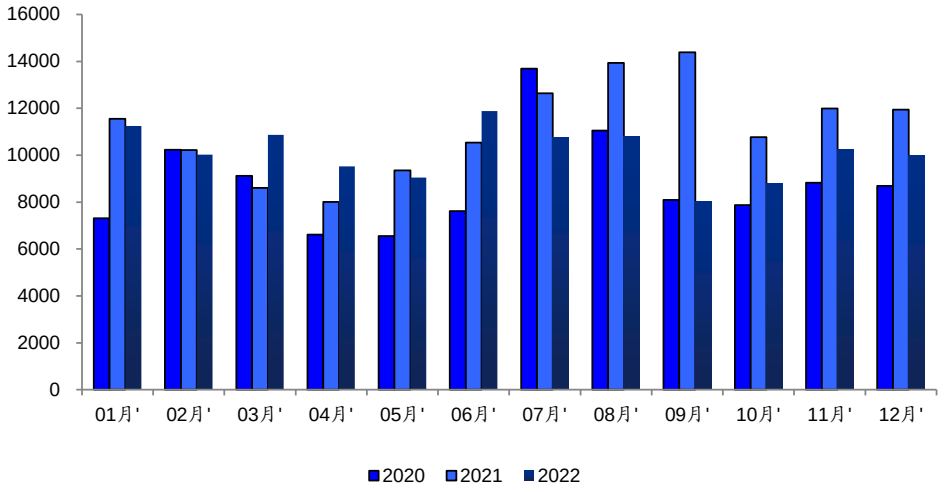
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国平安与中国人寿相对表现较好，新华保险的表现落后同业；证券行业中，红塔证券股价表现明显好于同业，财达证券表现相对较差；多元金融行业中，经纬纺机表现好于同业，ST 安信表现相对较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1 证券：12 月成交额同比、环比均下降，2022 年 10 月公募基金规模数据出炉

2022 年 12 月两市交易额同比、环比均下降。截止至 2022 年 12 月 16 日，12 月日均股基交易额为 9984 亿元，同比-16.42%，环比-2.54%。两融余额 15725 亿元，同比-14.97%，环比-0.07%。12 月 IPO 发行 34 家，募集资金 233 亿元；增发 15 家，募集资金 586 亿元；截至 12 月 16 日，12 月份公司债发行 1050 亿元，企业债发行 85 亿元。

图3 2020-2022 年各月日均股基交易额（亿元）



资料来源：Wind，HTI 注：数据截至 12 月 16 日

12 月权益市场呈现反弹。截止至 2022 年 12 月 16 日，2022 年 12 月沪深 300 指数+2.63%，上年 12 月+2.24%，2022 年 11 月+9.81%；创业板指数+1.21%，上年 12 月-4.95%，2022 年 11 月+3.54%；上证综指+0.52%，上年 12 月+2.13%，2022 年 11 月+8.91%；中债总全价指数-0.05%，上年 12 月+0.57%，2022 年 11 月-1.31%；万得全 A 指数+0.76%，上年 12 月+1.04%，2022 年 11 月+7.86%。

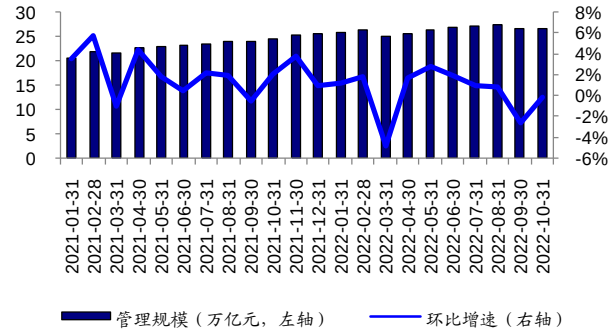
表 1 各指数涨跌情况

日期	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2022 年 12 月	2.63%	1.21%	0.52%	-0.05%	0.76%
2022 年 11 月	9.81%	3.54%	8.91%	-1.31%	7.86%
2021 年 12 月	2.24%	-4.95%	2.13%	0.57%	1.04%
2022 年全年累计	-19.96%	-28.56%	-12.97%	-0.21%	-16.27%
2021 年全年累计	-5.20%	12.02%	4.80%	2.28%	9.17%

资料来源：Wind，HTI 注：数据截至 12 月 16 日

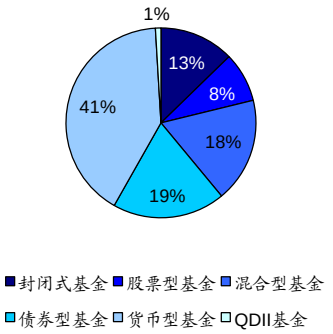
2022年10月公募基金规模数据出炉，整体环比保持稳定，权益类产品规模持续下滑。中基协公布2022年十月公募基金规模数据，截止至2022年10月末，市场10270支公募基金管理总规模为26.55万亿元，同比+8.77%，环比-0.14%。其中，封闭式基金规模3.38万亿元，同比+14.70%，环比+2.93%；股票型基金规模2.25万亿元，同比-7.61%，环比-2.73%，混合型基金4.73万亿元，同比-17.92%，环比-2.37%，股票型基金和混合型基金已连续四个月环比下滑；债券型基金5.01万亿元，同比+50.06%，环比-1.82%；货币型基金10.85万亿元，同比+12.11%，环比+1.52%。

图4 2021年至今公募基金总管理规模变化情况



资料来源：中基协，HTI

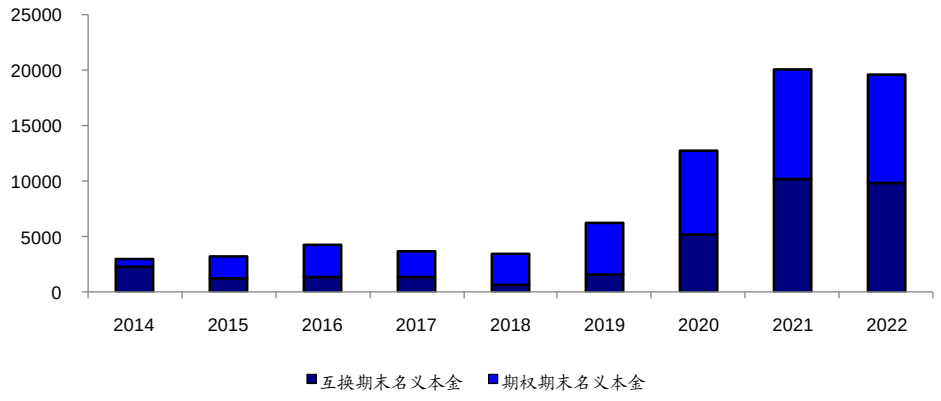
图5 2022年10月各类公募基金产品分布



资料来源：中基协，HTI

2022年10月场外业务数据发布，业务规模环比出现下滑。中国证券业协会发布2022年10月场外业务开展情况报告。场外衍生品业务方面，证券公司开展场外金融衍生品交易新增初始名义本金6096亿元，环比-29%。截止期末，场外金融衍生品存续未了结初始名义本金合计19645亿元。收益凭证业务方面，证券公司发行收益凭证合计2924支，新增发行规模700亿元，环比-34%。其中，通过报价系统发行收益凭证702支，发行规模292亿元；通过柜台市场发行收益凭证2222支，发行规模408亿元。截至期末，存续规模4068亿元。在非公开发行公司债券方面，非公开发行公司债券产品共备案确认131期，新增备案规模合计1022亿元，环比-28%。整体来看，券商场外业务规模正在逐步扩大，券商布局场外业务，有利于增加机构客户粘性进而丰富券商的收入来源。场外衍生品具有天然的高杠杆属性及其避险属性，有助于稳定证券公司ROE。

图6 2014-2022年证券公司场外衍生品名义本金情况（亿元）



资料来源：Wind，HTI 注：数据截至12月2日

券商板块估值低位，建议关注。目前（2022 年 12 月 16 日）券商行业平均估值 1.3x 2022E P/B，估值处于较低水平。考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

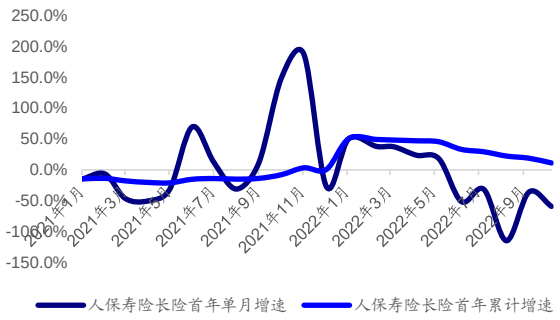
建议关注：中信证券、广发证券等。

风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.2 保险：资产端和负债端均边际改善

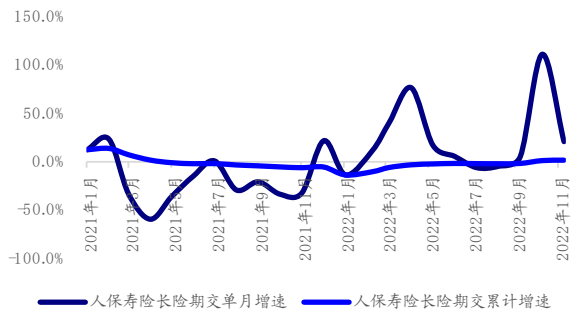
上市寿险公司11月单月保费同比-8.3%，降幅较10月扩大7.0pct，前11个月累计同比-0.1%。1）寿险保费增速放缓，我们预计主要是由于进入四季度以来，各险企集中精力备战开门红，导致年末业务投入力度下降。人保寿险11月单月长险首年同比-85.7%，主要为上年同期发力收官导致基数较高，长险期交同比+21.0%，长险期交连续三个月正增长。人保健康险11月单月长险首年、长险期交分别同比+68.8%、-5.2%，分别增速转正、降幅收窄1.2pct，增速有所改善。人保寿险11月长险趸交保费分别同比-92.1%，降幅扩大9.0pct，我们预计主要是由于上年同期基数较高；人保健康险长险趸交同比+1764%，预计为公司发力年度收官所致。我们看好公司寿险改革成果逐步释放、队伍质态持续改善，未来新单保费或将改善。2）目前各险企已陆续开启开门红预售，预计短期年金销售表现或超预期。①中国人寿于10月率先开启开门红，推出“鑫享未来”产品，形态为3年交8年期两全险，可绑定万能险账户。②中国平安主推产品为御享财富+盛世金越，产品形式以“增额终身寿险+短交年金”的搭配为主。③太保、新华也在12月启动开门红首爆，其中太保主要销售增额终身寿险“长相伴盛世版”，新华则主推3年期年金“惠金享”和“鑫荣耀”增额终身寿险。我们预计受其他类别资产收益率下降，保险储蓄类产品相对吸引力提升，短期年金销售表现或超预期。

图7 人保寿险 1-11 月长险首年-4.1%



资料来源：中国人保定期保费公告，HTI

图8 人保寿险 1-11 月长险期交+1.8%

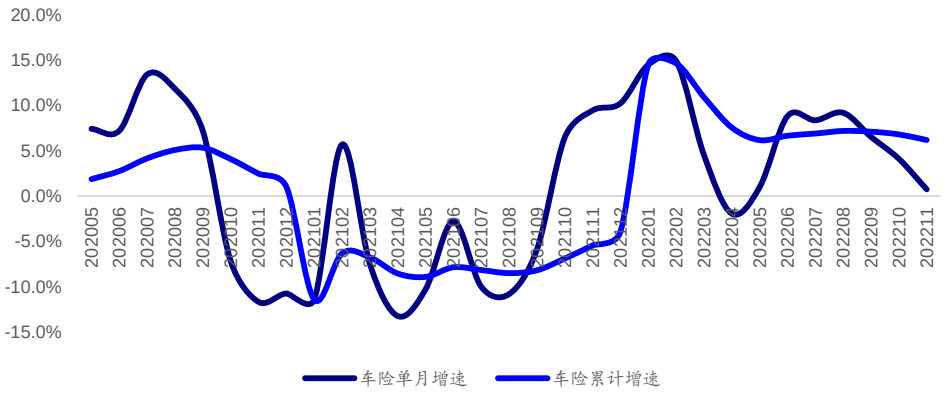


资料来源：中国人保定期保费公告，HTI

上市产险公司11月单月保费合计同比+3.6%，增速大幅下滑6.1pct，预计主要由于受疫情影响导致车险保费增速放缓所致。1）11月人保财险车险保费同比+0.8%，较10月增速-3.4pct，增速继续下滑，主要原因为受全国多地疫情影响，汽车产销量不及预期。根据汽车工业协会数据，11月汽车产销量环比分别下降8.2%和7.1%，同比均下降7.9%。我们认为，由于新能源车单均保费较传统燃油车更高，伴随新能源汽车渗透率的提升，亦将增强车险保费增长动力。2）部分非车险增速亦有所放缓。人保11月企业财产险、农险、信用保证险、货运险、责任险、意健险分别同比+10.6%/+9.6%/+8.0%/+0.8%/-6.4%/-16.5%，较 10 月增速分别 -1.3pct、+2.9pct、-137.2pct、-1.6pct、+12.6pct、-65.2pct，预计意健险增速下滑主要与上年同期基数较高有关。3）自2021年10月以来，人保财险单月保费整体维持较快增长并且业务质地较好，车险业务中低赔付率的家自车占比较高、渠道费率可控，因此我们认为行业龙头盈利空间远超中小险企，其竞争优势在改革下半场将愈发凸显。4）众安

在线11月单月保费同比+11.0%，较10月增速降低40.5pct，主要是由于10月受低基数影响导致增速较高，我们预计在2021年11-12月持续低基数影响下，公司保费收入或将维持较快增长。

图9 人保财险 11 月车险保费增速+0.8%

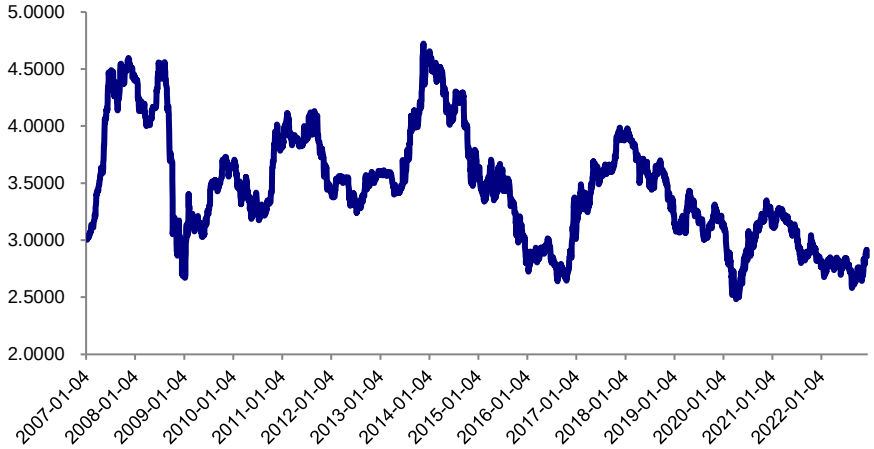


资料来源：中国人保定期保费收入公告，HTI

银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议。第三季度末，纳入会议审议的181家保险公司平均综合偿付能力充足率为212%，平均核心偿付能力充足率为139.7%；实际资本为4.71万亿元，最低资本为2.22万亿元。财产险公司、人身险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为238.9%、204%和309.1%；平均核心偿付能力充足率分别为205.3%、123.8%和278.5%。43家保险公司风险综合评级被评为A类，114家保险公司被评为B类，15家保险公司被评为C类，9家保险公司被评为D类。**保险业偿付能力充足率指标保持在合理区间，行业风险总体可控。**下一步，将常态化开展保险公司财务会计和偿付能力现场检查，严肃查处数据造假行为，夯实监管数据基础；加强资金运用监管和偿付能力监管，完善非标投资相关监管标准，提升资产估值的准确性，防范资金运用风险；加强风险预警和压力测试，提高偿付能力监管的前瞻性；加强风险综合评级通报和约谈力度，夯实保险公司风险防控的主体责任。

负债端与资产端均有改善，安全边际较高，攻守兼备。1）2022 年二季度以来寿险新单及 NBV 增速均环比改善，人力规模降幅收窄。目前各险企陆续开启 2023 年开门红预售，由于其他类别资产收益率下降，保险储蓄类产品吸引力提升，短期年金销售环境好转。2）伴随国内稳增长政策持续落地、防疫和地产政策持续优化，宏观经济预期改善，十年期国债收益率回升至 2.9%左右，新增固收类投资收益率压力有所缓解。3）2022 年 12 月 16 日保险板块估值 0.35-0.85 倍 2022E P/EV，处于历史低位。

图10 10 年期中债国债到期收益率（%）



资料来源：wind，HTI

风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单保费增长不及预期。

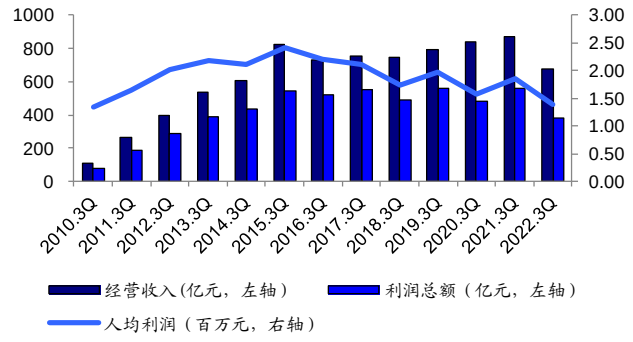
2.3 多元金融：政策红利时代已经过去，信托行业进入平稳转型期；期货行业成交规模保持高位，创新业务或是未来发展方向

2.3.1 信托：资产规模渐趋平稳并小幅回升

资管新规过渡期结束，信托资产规模渐趋平稳。据中国信托业协会，截至2022Q3，信托资产规模为 21.07 万亿元，较年初提升 2.55%，较二季度下滑 0.17%。从信托功能来看，事务管理较年初增长 3.69%至 8.78 万亿元，规模占比为 41.65%，较年初提升 0.45pct，信托业务收入是信托公司最主要的收入来源，继续保持良好的稳定性。从资金来源来看，单一资金信托占比下滑至 19.35%，信托行业由传统通道向主动管理转型继续深入。

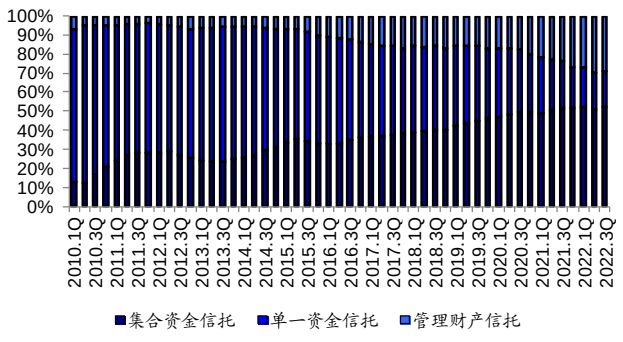
信托行业营收、净利润降幅环比扩大。信托行业 2022Q1-3 实现经营收入 674 亿元，同比下滑 22.82%；实现利润总额 383 亿元，同比下降 31.21%，相比 2022Q2 的-21.39%、-29.21%有所扩大，2022Q3 单季经营收入环比-25.44%，利润总额环比-34.27%。从收入结构来看，信托业务收入仍为主要来源，截至三季度末，实现信托业务收入 547.73 亿元，同比下降-13.37%，收入占比为 81.32%，同比提升 12.23pct。

图11 信托行业经营收入及利润



资料来源：中国信托业协会，HTI

图12 信托资产种类分布（%）



资料来源：中国信托业协会，HTI

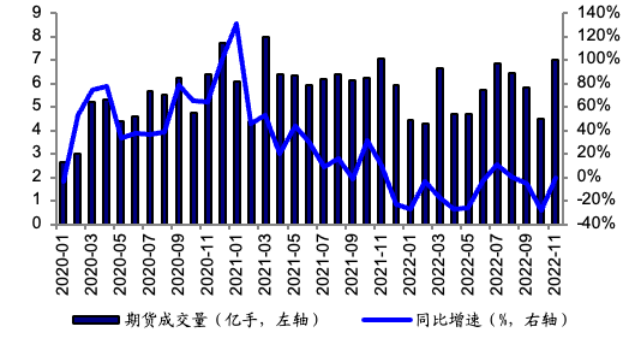
政策超红利时代已经过去，行业进入平稳转型期。过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱，同时由于资管行业的放松，外部竞争者的加入对信托的传统业务形成较大冲击。此外由于宏观经济下行压力加大使更多企业面临流动性风险，我们认为信托报酬率和 ROE 已远不及高峰时期，行业的爆发式增长已经告一段落，未来行业将进入整固和平稳增长期。信托公司将通过强化管理、完善内部流程、产品创新等方面谋求转型，以适应市场和宏观经济的变化。

2.3.2 期货

证监会就《期货交易所管理办法（征求意见稿）》向社会公开征求意见。此次修订保持现行《期货交易所管理办法》框架总体稳定，重点围绕落实《期货和衍生品法》有关要求，并结合市场发展和监管实际，对相关内容进行修改完善。修订主要内容包括：落实《期货和衍生品法》要求，健全和完善相关制度规定。一是增加关于期货品种上市制度相关规定。二是明确期货交易所对程序化交易的监管责任，以及建立健全程序化交易报告制度的要求。三是强化实际控制关系管理，明确了实际控制关系定义，并要求期货交易所细化具体认定情形、认定程序和要求。四是明确期货交易可以实行做市商制度，并对期货交易所提出相应要求。五是规范期货交易所跨境合作，对期货交易所开展结算价授权业务作出了规定。六是明确了期货交易行情信息的具体内容，完善了期货交易所行情信息相关权益保护的规定。

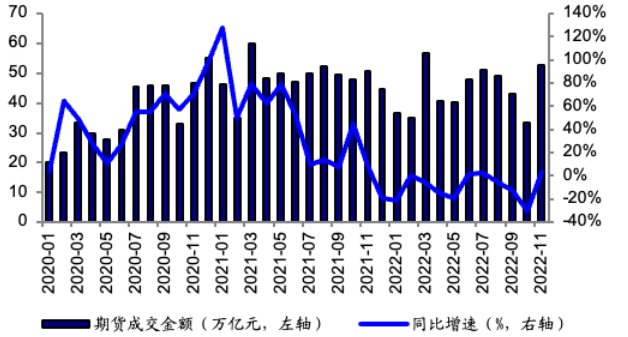
期货行业市场成交规模小幅上涨。根据期货业协会数据，以单边计算，11 月全国期货市场成交量为 7 亿手，成交额为 52.79 万亿元，同比分别-0.8%、+3.9%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1）受当前新冠疫情尚未结束、局部地区不稳定等诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2）目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图13 期货行业市场成交量及增速



资料来源：中国期货业协会，HTI

图14 期货行业市场成交额及增速



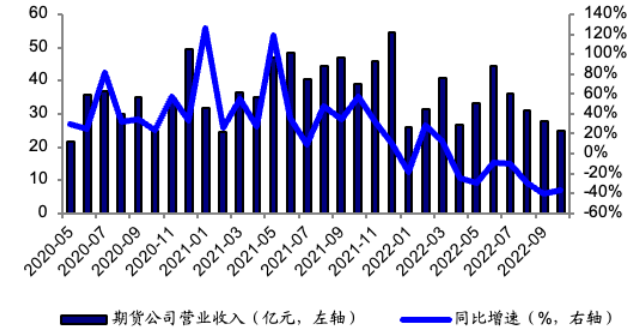
资料来源：中国期货业协会，HTI

2022 年 10 月期货公司利润有所下降。截至 2022 年 10 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 30 个辖区。10 月实现营业收入 24.81 亿元，同比减少 36.52%，净利润 4.71 亿元，同比减少 53.90%。（说明：以上统计范围仅为期货公司母公司未经审计的财务报表，不包含各类子公司，如资产管理公司、风险管理公司、中国香港公司等境内外子公司报表数据）。2022 年 1-10 月期货公司净利润 85.93 亿元，同比下滑 21.66%。

我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计

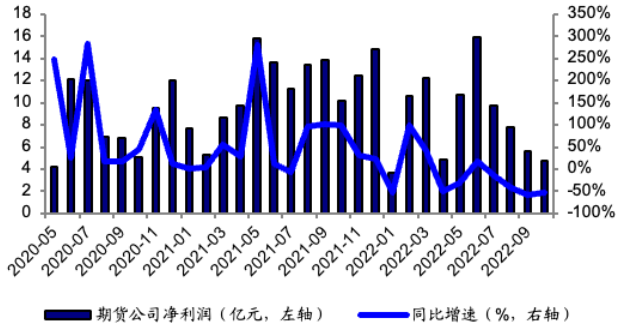
未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2022 年 10 月末，共有 97 家期货公司在协会备案设立 100 家风险管理公司，其中 99 家风险管理公司备案了试点业务。10 月期货风险管理公司实现业务收入 181.44 亿元，环比下跌 29.81%，净利润 1.12 亿元，环比上涨 0.66%。

图15 期货公司营业收入及增速



资料来源：中国期货业协会，HTI

图16 期货公司净利润及增速



资料来源：中国期货业协会，HTI

3. 行业排序及重点公司

行业排序为保险>证券>其他多元金融，建议关注中信证券、广发证券、中国人寿、中国平安、中国太保等。

非银金融目前平均估值仍然较低，具有充分安全边际，攻守兼备。1）保险行业加速回归保障本源，负债端短期承压，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于成交量显著放大、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。

风险提示：市场低迷导致业绩和估值双重下滑。

表 4 上市券商估值表（2022 年 12 月 16 日）

证券简称	股价（元）	市值（亿元）	P/E（倍）			P/B（倍）		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
中信证券	20.41	3025	13.1	13.3	11.1	1.5	1.2	1.1
海通证券	9.01	1177	9.2	11.6	9.3	0.7	0.7	0.7
国泰君安	14.11	1257	8.4	9.8	7.9	0.9	0.8	0.8
华泰证券	13.08	1187	8.9	10.8	8.7	0.9	0.8	0.7
中国银河	9.82	995	9.5	9.6	8.4	1.2	1.1	1.0
申万宏源	4.10	1027	10.9	14.2	11.4	1.1		
广发证券	15.82	1206	11.1	15.1	11.5	1.1	1.1	1.0
中金公司	38.73	1870	17.3	20.7	17.1	2.5	2.1	1.9
中信建投	24.92	1933	18.9	19.9	16.0	3.0	2.4	2.1
招商证券	13.55	1178	10.1	12.9	10.3	1.2	1.1	1.0
东方证券	9.07	771	14.3	25.7	16.8	1.3	1.0	1.0
国信证券	9.11	876	8.7	12.1	9.9	1.1	1.1	1.0
兴业证券	6.06	523	11.0	16.7	12.2	1.3	1.0	0.9
光大证券	15.55	717	20.6	18.7	17.4	1.4	1.2	1.1
浙商证券	10.32	400	18.2	22.2	16.7	1.7	1.6	1.4
东吴证券	6.76	339	14.2	18.3	14.6	0.9	0.9	0.8
长江证券	5.52	305	12.7	18.1	13.7	1.0	1.0	1.0
方正证券	6.43	529	29.0	32.6	24.6	1.3	1.2	1.2
长城证券	8.56	345	19.6			1.8		
国金证券	9.02	336	14.5	22.6	16.4	1.4	1.1	1.0
西部证券	6.35	284	20.1			1.0		
红塔证券	8.02	378	24.0			1.6		
财通证券	7.40	344	13.4	18.3	13.4	1.4	1.0	1.0
国元证券	6.72	293	15.4	16.7	13.8	0.9	0.9	0.8
东兴证券	8.03	260	15.7			1.0		
国海证券	3.43	187	24.4			1.0		
华西证券	8.12	213	13.1			1.0		
中原证券	3.73	173	33.7	556.7	44.2	1.3	1.3	1.2
天风证券	2.94	255	43.5			1.0		
山西证券	5.53	199	24.7			1.2		
华创阳安	7.01	159	16.4			1.0		
华安证券	4.73	222	15.6	16.5	15.3	1.2	1.1	1.0
中银证券	11.08	308	32.0			2.0		
第一创业	5.83	245	32.9	38.1	31.6	1.7	1.6	1.4
西南证券	3.92	260	25.1			1.0		
国联证券	11.73	332	37.4	34.9	27.0	2.0	1.9	1.8
南京证券	8.14	300	30.7			1.8		
湘财股份	8.05	230	47.3			1.8		
财达证券	8.54	277	40.7	67.9	43.4	2.5	2.4	2.3
哈投股份	4.89	102	42.8			0.8		
太平洋	2.67	182	150.0			1.9		
华林证券	14.01	378	78.2			6.0		
锦龙股份	13.53	121	(92.2)			3.7		
华鑫股份	11.54	122	24.7	30.1	21.5	1.7	1.6	1.5
国盛金控	7.94	154	199.8			1.4		
大券商平均			**12.4**	**15.0**	**12.0**	**1.4**	**1.2**	**1.1**
平均			**25.8**	**39.4**	**16.9**	**1.5**	**1.3**	**1.2**

资料来源：Wind 一致预期，HTI

表 5 上市保险公司估值表（2022 年 12 月 16 日）

证券简称	价格	EV（元）				1YrVNB（元）			
A 股	人民币元	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
中国平安-A	46.90	65.67	72.65	76.34	83.22	91.07	2.71	2.07	1.65
中国人寿-A	35.63	33.33	37.93	42.56	46.99	51.56	2.07	1.58	1.31
新华保险-A	29.39	65.72	77.13	82.97	86.06	93.55	2.94	1.92	1.05
中国太保-A	24.71	41.16	47.75	51.80	57.21	64.69	1.85	1.39	0.91
中国人保-A	5.30	5.09	5.69	6.25	6.85	7.57	0.14	0.09	0.07
证券简称	价格	P/EV（倍）				VNBX（倍）			
A 股	人民币元	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
中国平安-A	46.90	0.71	0.65	0.61	0.56	0.52	-9.50	-14.20	-22.01
中国人寿-A	35.63	1.07	0.94	0.84	0.76	0.69	-1.11	-4.38	-8.64
新华保险-A	29.39	0.45	0.38	0.35	0.34	0.31	-16.22	-27.95	-53.75
中国太保-A	24.71	0.60	0.52	0.48	0.43	0.38	-12.42	-19.49	-35.87
中国人保-A	5.30	1.04	0.93	0.85	0.77	0.70	-2.82	-10.56	-20.93
证券简称	价格	EPS（元）				BVPS（元）			
A 股	人民币元	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
中国平安-A	46.90	8.17	7.83	5.56	5.27	6.21	41.71	44.44	47.40
中国人寿-A	35.63	2.06	1.78	1.80	1.25	1.52	15.92	16.93	17.71
新华保险-A	29.39	4.67	4.58	4.79	2.24	3.86	32.59	34.78	36.12
中国太保-A	24.71	2.88	2.56	2.79	2.55	2.81	22.37	23.57	24.46
中国人保-A	5.30	0.50	0.45	0.49	0.57	0.64	4.57	4.96	5.31
证券简称	46.90	P/E（倍）				P/B（倍）			
A 股	人民币元	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
中国平安-A	46.90	5.74	5.99	8.44	8.90	7.55	1.12	1.06	0.99
中国人寿-A	35.63	17.28	20.04	19.78	28.46	23.52	2.24	2.10	2.01
新华保险-A	29.39	6.30	6.41	6.13	13.11	7.62	0.90	0.85	0.81
中国太保-A	24.71	8.57	9.67	8.86	9.67	8.78	1.10	1.05	1.01
中国人保-A	5.30	10.59	11.68	10.82	9.37	8.31	1.16	1.07	1.00

资料来源：保险公司历年财报，Wind，HTI

APPENDIX 1

Summary

- Recent performance of non-bank financial: In the last five trading days (December 12 to December 16, 2022), the insurance, securities and diversified financial industries all underperformed the CSI 300 index. The insurance sector fell 1.69 percent, the securities sector fell 2.39 percent, the diversified financial sector fell 5.00 percent, the non-banking financial sector as a whole fell 2.30 percent, and the CSI 300 index fell 1.10 percent.

- Chinese Brokers: Month-on-month turnover fell in December and October public fund size data released. On December 16, 2022, the average valuation of the securities industry is 1.3x 2022E P/B, and our top picks include the high-quality leaders with low valuation and the leading targets of wealth management transformation, such as CITIC Securities (600030 CH), GFS (000776 CH).

- China Insurance: Long-term of the interest rate slightly upward + positive policy, looking forward to 2023 "open door". On December 16, 2022, Chinese insurers are trading at 0.35-0.85x 2022E PEV, high safety margin.

- Risks: The market downturn leads to decline in performance and valuation.

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 601066.CH, 601319.CH, 600958.CH, 2328.HK, 6060.HK, 601375.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH, 600635.CH, 601398.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH and 601166.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 601066.CH, 601319.CH, 600958.CH, 2328.HK, 6060.HK, 601375.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH, 600635.CH, 601398.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH and 601166.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 601066.CH, 601319.CH, 600958.CH, 2328.HK, 6060.HK, 601375.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH, 600635.CH, 601398.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH and 601166.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.

601066.CH, 601319.CH, 601881.CH, 600958.CH, 2328.HK, FUTU.US, 6060.HK, 601375.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH, 600635.CH, 601398.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH, 600000.CH 及 601166.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601066.CH, 601319.CH, 601881.CH, 600958.CH, 2328.HK, FUTU.US, 6060.HK, 601375.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH, 600635.CH, 601398.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH, 600000.CH and 601166.CH are/were 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, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 601066.CH, 601319.CH, 3908.HK, 601211.CH, 601688.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601336.CH, 601881.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 2328.HK, 601555.CH, 601108.CH, 6060.HK, 600109.CH, 000728.CH, 002797.CH, 600909.CH, 601375.CH, 000783.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600635.CH, 600816.CH, 0966.HK, 1508.HK, 601398.CH, 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH, 600000.CH, 000001.CH, 601166.CH, 601169.CH 及 002142.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, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 601066.CH, 601319.CH, 3908.HK, 601211.CH, 601688.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601336.CH, 601881.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 2328.HK, 601555.CH, 601108.CH, 6060.HK, 600109.CH, 000728.CH, 002797.CH, 600909.CH, 601375.CH, 000783.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600635.CH, 600816.CH, 0966.HK, 1508.HK, 601398.CH, 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH, 600000.CH, 000001.CH, 601166.CH, 601169.CH and 002142.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.

3908.HK, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 600909.CH, 600369.CH, 600030.CH 及 601398.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

3908.HK, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 600909.CH, 600369.CH, 600030.CH and 601398.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 601066.CH, FUTU.US, 600030.CH, 600705.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH 及 601166.CH 提供投资银行服务的报酬。
Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 601066.CH, FUTU.US, 600030.CH, 600705.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH and 601166.CH.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 601066.CH, 601881.CH, 600958.CH, FUTU.US, 6060.HK, 601375.CH, 600837.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH, 600635.CH, HUIZ.US, 601398.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH, 600000.CH 及 601166.CH 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 601066.CH, 601881.CH, 600958.CH, FUTU.US, 6060.HK, 601375.CH, 600837.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH, 600635.CH, HUIZ.US, 601398.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH, 600000.CH and 601166.CH.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 601319.CH, 3908.HK, 601211.CH, 601688.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601336.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 2328.HK, 600109.CH, 000728.CH, 000783.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600635.CH, 0966.HK, 1508.HK, 601398.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH, 前海开源资产－平安银行－前海开源资产华鑫 1 号新三板专项资产管理计划, 601166.CH, 长安财富资产－宁波银行－长安资产·景林海通新三板投资专项资产管理计划,长安财富资产－宁波银行－长安资产·景林新三板 2 期投资专项资产管理计划,大越期货－宁波银行－大越期货 1 号资产管理计划,国开泰富基金－宁波银行－国开泰富－海汇－定增 1 号资产管理计划,海通期货－宁波银行－海通期货－海新 1 号集合资产管理计划 及上海富诚海富通资产－宁波银行－富诚海富通福瑞通达 1 号专项资产管理计划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, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 601319.CH, 3908.HK, 601211.CH, 601688.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601336.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 2328.HK, 600109.CH, 000728.CH, 000783.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600635.CH, 0966.HK, 1508.HK, 601398.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601998.CH, 601818.CH, 600036.CH, 前海开源资产－平安银行－前海开源资产华鑫 1 号新三板专项资产管理计划, 601166.CH, 长安财富资产－宁波银行－长安资产·景林海通新三板投资专项资产管理计划,长安财富资产－宁波银行－长安资产·景林新三板 2 期投资专项资产管理计划,大越期货－宁波银行－大越期货 1 号资产管理计划,国开泰富基金－宁波银行－国开泰富－海汇－定增 1 号资产管理计划,海通期货－宁波银行－海通期货－海新 1 号集合资产管理计划 and 上海富诚海富通资产－宁波银行－富诚海富通福瑞通达 1 号专项资产管理计划.

海通担任 601318.CH, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 3908.HK, 601336.CH, 2328.HK, 6060.HK, 600030.CH, 601398.CH, 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601658.CH 及 600036.CH 有关证券的做市商或流通量提供者。
Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 601318.CH, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 3908.HK, 601336.CH, 2328.HK, 6060.HK, 600030.CH, 601398.CH, 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601658.CH and 600036.CH.

海通国际证券集团有限公司（"海通国际"）有雇员或与关联人士担任 600837.CH 的职员。
Haitong International Securities Group Ltd. ("Haitong International") having an individual employed by or associated with Haitong International serving as an officer of 600837.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

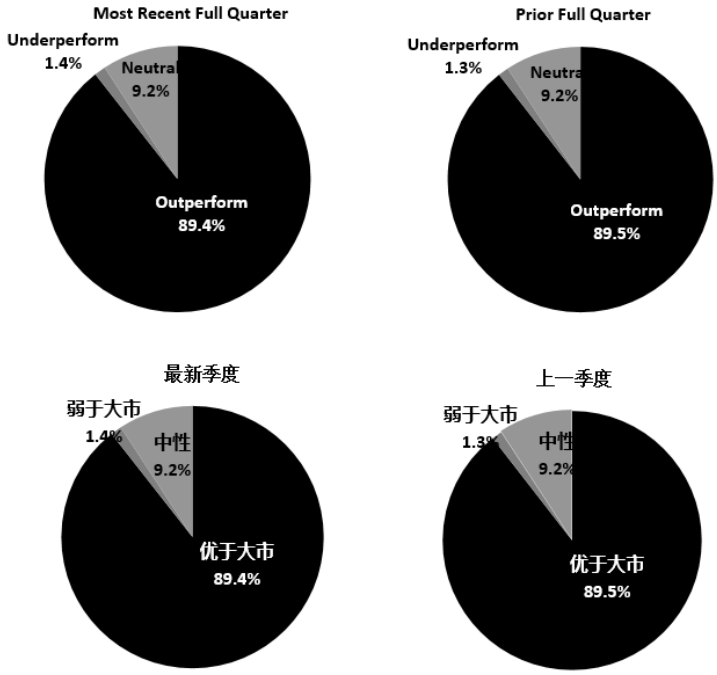
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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。

海通國際 HAITONG

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 及其联属公司（「ESG 方」））从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不担保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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款： 在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称"本公司"）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条
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 disclaim 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，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other

members within HTISG in their respective jurisdictions.

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL，HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL，HSIPL，HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（"Major U.S. Institutional Investor"）和「机构投资者」（"U.S. Institutional Investors"）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。 HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（"SEC"）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（"FINRA"）的成员。 HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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.

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

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