

中国非银行金融 China Non-Bank Financials

非银周报：资本市场改革快速推进，头部券商更加受益；保险股无惧短期调整，估值提升可期

Non-bank Financial Weekly: Capital Market Reform is to Benefit Leading Brokerages; Rerating of Insurance Stocks Expected Despite of Short-term Adjustment

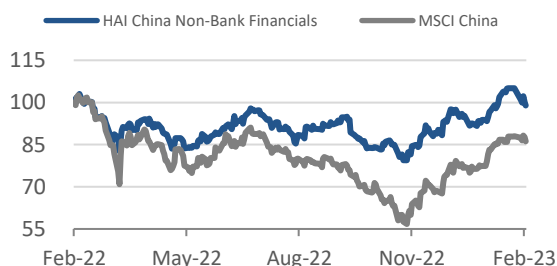
观点聚焦 Investment Focus

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

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

投资建议

- **2023 年 2 月日均股基交易额回升，两融余额维持高位。**资本市场各项改革持续推进，全面注册制正式启动，券商各项业务有望提速，头部券商优势显著。保险行业 2023 年负债端值得期待，中长期看好康养产业发展；十年期国债收益率回升至 2.9% 左右，如果经济预期持续改善、长端利率继续上行，保险公司投资端压力将显著缓解。建议关注：中国人寿、中国平安、中国太保、中信证券、东方证券、兴业证券等。
- **非银行金融子行业近期表现：**最近 5 个交易日（2023 年 1 月 30 日-2 月 3 日）多元金融行业跑赢沪深 300 指数，保险、证券行业跑输沪深 300 指数。多元金融行业上涨 0.71%，证券行业下跌 1.34%，保险行业下跌 4.82%，非银金融整体下跌 2.41%，沪深 300 指数下跌 0.95%。
- **证券：2 月交易量环比、同比皆提升，全面注册制改革正式启动。**1) 2023 年 2 月交易量同比、环比皆上涨。截止至 2023 年 2 月 3 日，2 月日均股基交易额为 10723 亿元，同比+6.9%，环比+22.3%。两融余额 15514 亿元，同比-9.7%，环比+0.4%。2) **全面注册制改革正式启动，资本市场改革加速。**党中央、国务院批准《全面实行股票发行注册制总体实施方案》，证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案向社会公开征求意见。优化发行上市审核注册机制，改进主板交易制度，资本市场基础制度得到进一步完善。我们认为，券商作为直接融资的重要环节，随着资本市场的发展而不断壮大，持续受益。3) **中国证监会召开 2023 年系统工作会议，对全面实行股票发行注册制改革进行动员部署。**会议对抓好全面实行股票发行注册制改革，精准服务稳增长大局，推动提高上市公司质量和投资端改革，坚守监管主责主业，巩固防范化解重大金融风险攻坚战持久战成效进行了部署。4) **交易所债券市场正式启动债券做市业务，提高债券市场流动性。**中国证监会宣布，债券做市业务各项准备工作已全部就绪，将于 2 月 6 日正式启动，首批共有安信证券、东方证券、国泰君安、国信证券、华泰证券、申万宏源、银河证券、招商证券、中信建投、中信证券、财通证券和国金证券 12 家券商参与做市。我们认为，债券做市业务丰富了券商的收入来源，有助于提升券商资本运用效率。5) **2023 年 2 月 3 日券商行业平均估值 1.4x 2023E 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：长端利率上行利好投资，2023 年负债端亦值得期待。**



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

非银周报：机构加仓非银股票，全面受益于经济复苏（Non-bank Financial Weekly: Institutional Positions in Non-Bank Financial Stocks have Increased, Benefited from the Economic Recovery）(30 Jan 2023)

非银周报：继续看好保险股；《证券经纪业务管理办法》发布（Non-bank Financial Weekly: Continue to Look Forward to Insurance Stocks; Measures for the Administration of Securities Brokerage Business were Released）(16 Jan 2023)

非银周报：保险股强势反弹持续，估值提升空间仍大（Non-bank Financial Weekly: Insurance Stocks Continue to Rebound Strongly, Valuation Improvement Space is Still Large）(9 Jan 2023)

孙婷 Ting Sun
ting.sun@htisec.com

Wangjie OU
wj.ou@htisec.com

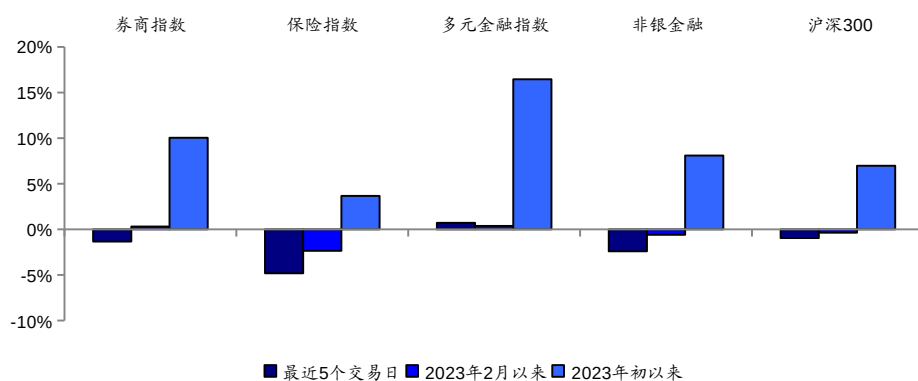
1) 银保监会披露 2022 年保险行业经营数据。2022 年人身险原保费 34245 亿元，同比+3.1%，规模保费 40090 亿元，同比-0.8%；产险公司保费达 14867 亿元，按可比口径同比+8.7%。2022 年年末行业投资资产规模达 25.1 万亿，较 2022 年年初+7.8%。银行存款/债券/股票和基金/其他（非标等）分别占比 11.3%/40.9%/12.7%/35.0%。**2) 保险业经营具有显著顺周期特性，随着经济复苏，基本面改善已在进行中。**2023 年“开门红”持续，考虑其他类别资产收益率承压，预计短交储蓄类保单销售有较好表现；十年期国债收益率上行至 2.9%左右，未来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，新增固收类投资收益率压力将有所缓解。**3) 2023 年 2 月 3 日保险板块估值 0.33-0.67 倍 2023E P/EV，仍处于历史低位。**

- **多元金融：**1) 信托：银保监会就《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知(征求意见稿)》向社会公开征求意见。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、利润总额环比跌幅持续扩大，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《股票期权交易管理办法（征求意见稿）》、《期货市场持仓管理暂行规定（征求意见稿）》向社会公开征求意见。2023 年 1 月全国期货交易成交量为 3.98 亿手，成交额为 30 万亿元，同比分别-10.2%、+18.0%。2022 年 12 月期货公司净利润 14.80 亿元，同比减少 0.52%。
- **行业排序及建议关注重点公司：**行业排序为保险>证券>其他多元金融，建议关注中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、东方证券等。
- **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（2023 年 1 月 30 日-2 月 3 日）多元金融行业跑赢沪深 300 指数，保险、证券行业跑输沪深 300 指数。多元金融行业上涨 0.71%，证券行业下跌 1.34%，保险行业下跌 4.82%，非银金融整体下跌 2.41%，沪深 300 指数下跌 0.95%。

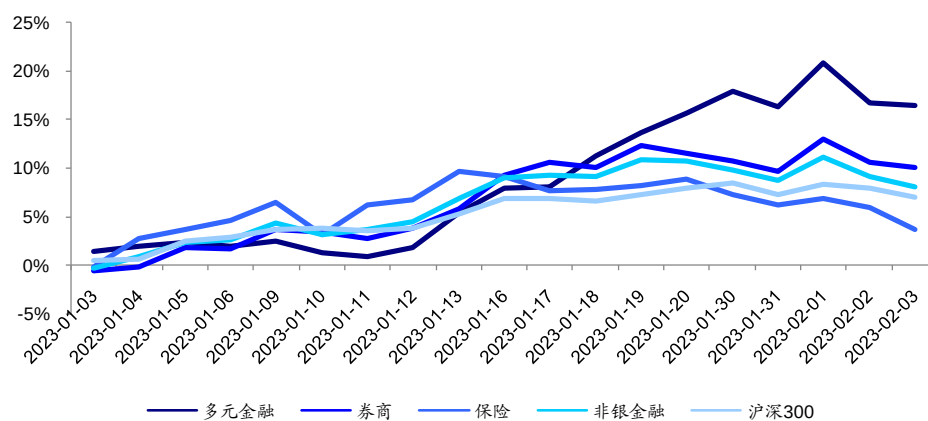
图1 最近 5 个交易日（2023.1.30-2023.2.3）非银金融子行业表现



资料来源：wind，HTI

2023 年以来（截至 2 月 3 日），保险行业表现相对一般，多元金融行业表现相对较好。多元金融行业上涨 16.46%，证券行业上涨 10.04%，保险行业上涨 3.67%，非银金融整体上涨 8.09%，沪深 300 指数上涨 6.97%。

图2 2023 年以来，多元金融、证券行业表现优于沪深 300，多元金融行业表现最好



资料来源：wind，HTI 注：数据截止至 2023 年 2 月 3 日

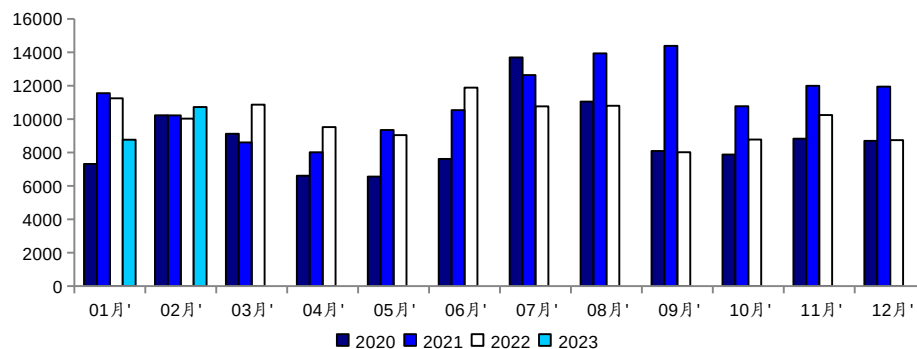
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，各家公司均出现下跌。中国太保相对跌幅较小；证券行业中，湘财股份、红塔证券股价表现好于同业，国盛金控、东方证券表现相对较差；多元金融行业中，经纬纺机、中航产融表现较好，渤海租赁、陕国投 A 表现相对较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1 证券：2023 年 2 月交易量同比、环比皆上升，全面注册制改革正式启动

2023 年 2 月交易量同比、环比皆上涨。截止至 2023 年 2 月 3 日，2 月日均股基交易额为 10723 亿元，同比+6.9%，环比+22.3%。两融余额 15514 亿元，同比-9.7%，环比+0.4%。截至 2 月 3 日，2 月 IPO 发行 3 家，募集资金 30 亿元；增发 4 家，募集资金 92 亿元；2 月份公司债发行 15.6 亿元。

图3 2020-2023 年各月日均股基交易额（亿元）



资料来源：wind，HTI 注：数据截止至 2023 年 2 月 3 日

2 月初权益市场小幅下滑。截止至 2023 年 2 月 3 日，2 月沪深 300 指数-0.4%，上年 2 月 0.4%，2023 年 1 月+7.4%；创业板指数-0.03%，上年 2 月-1%，2023 年 1 月+10%；上证综指+0.2%，上年 2 月 3%，2023 年 1 月 5.4%；中债总全价指数-0.01%，上年 2 月-0.6%，2023 年 1 月-0.3%；万得全 A 指数+0.7%，上年 2 月+2.8%，2023 年 1 月+7.4%。

表 1 各指数涨跌情况

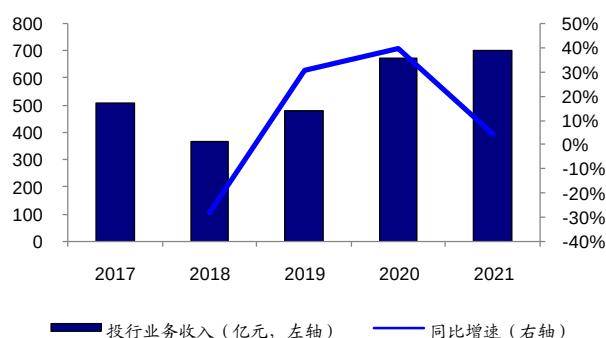
日期	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2023 年 2 月	-0.37%	-0.03%	0.24%	-0.01%	0.65%
2022 年 2 月	0.39%	-0.95%	3.00%	-0.62%	2.81%
2023 年 1 月	7.37%	9.97%	5.39%	-0.30%	7.38%
2023 年累计	6.97%	9.94%	5.64%	-0.29%	8.08%
2022 年全年累计	-21.63%	-29.37%	-15.13%	0.18%	-18.66%

资料来源：wind，HTI 注：数据截止至 2023 年 2 月 3 日

全面注册制改革正式启动，资本市场改革加速。党中央、国务院批准《全面实行股票发行注册制总体实施方案》，证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案向社会公开征求意见。优化发行上市审核注册机制，改进主板交易制度，资本市场基础制度得到进一步完善。此次改革进一步完善资本市场基础制度。主要内容包括：完善发行承销制度，约束非理性定价。保持交易所审核、证监会注册的基本架构不变，进一步明晰交易所和证监会的职责分工，提高审核注册的效率和可预期性；改进交易制度，新股上市首日即可纳入融资融券标的，优化转融通机制，扩大融券券源范围；完善上市公司独立董事制度；健全常态化退市机制，畅通多元退出渠道；加快投资端改革，引入更多中长期资金。同时，支持全国股转系统探索完善更加契合中小企业特点的基础制度。调整主板交易制度，涨跌幅限制保持不变。值得注意的是，主板交易制度在借鉴了创业板和科创板后做了三项调整：①新股上市前5日不设涨跌幅限制；②优化

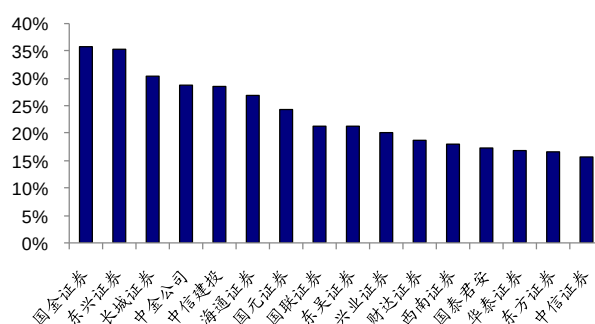
盘中临时停牌制度；③新股上市首日即可纳入融资融券标的，优化转融通机制，扩大融券券源范围。有两项未调整：①上市第6个交易日，涨跌幅限制保持10%不变；②维持主板现行投资者适当性要求不变。我们认为，券商作为直接融资的重要环节，随着资本市场的发展而不断壮大，持续受益。全面注册制改革将进一步加速新股发行，市场扩容的背景下，市场再融资等需求也将提升。科创板注册制试点开展后，2019年券商行业实现投行收入480亿元，同比增长31%；创业板注册制试点开展后，2020年证券行业投行业务收入671亿元，同比增长40%。A股市场扩容加速，券商经纪与资本中介业务将迎来更大的空间。此外，全面推行注册制将拓宽券商直投的退出渠道。尽管券商“保荐+直投”模式被限制，但业务连通性仍较强，券商可为企业提供全生命周期的服务。投行业务作为机构业务的流量入口，也将推动机构业务的强者恒强。投行收入占比较高的券商预计更加受益。

图4 2017年以来证券行业投行业务收入



资料来源：中证协，HTI

图5 2022Q1-3上市券商投行收入占比 top20



资料来源：Wind，HTI

中国证监会召开2023年系统工作会议，对全面实行股票发行注册制改革进行动员部署。中国证监会召开2023年系统工作会议，研究部署2023年重点工作，对全面实行股票发行注册制改革进行动员部署。一是全力以赴抓好全面实行股票发行注册制改革。按照党中央、国务院批准的总体实施方案，扎实细致做好制度规则制定修订、在审企业平移、技术系统准备、监管转型、廉洁风险防控等工作，集全系统之力推动这项关乎资本市场全局的重大改革平稳落地。稳步推进资本市场制度型开放，深化与境外市场互联互通。二是更加精准服务稳增长大局。增强股债融资、并购重组政策对科创企业的适应性和包容度。大力推进公募REITs常态化发行。在服务民营经济、中小企业、促进房地产平稳健康发展、支持平台经济等重点领域和薄弱环节，推出更多务实举措。三是统筹推动提高上市公司质量和投资端改革。深入实施新一轮推动提高上市公司质量三年行动方案，推动权益类基金高质量发展，引导更多中长期资金入市。四是坚守监管主责主业。围绕全面实行注册制后的市场秩序和生态塑造，加强各条线监管力量统筹，提升监管效能，推动各类市场主体依法合规稳健经营，督促行业机构完善合规内控和激励约束机制、加强从业人员管理，严厉打击违法违规活动。五是巩固防范化解重大金融风险攻坚战持久战成效。加强综合研判和前瞻应对，稳妥有序化解私募基金、地方交易场所、债券违约等重点领域风险，协同打击金融乱象，净化市场生态。

交易所债券市场正式启动债券做市业务，提高债券市场流动性。中国证监会宣布，债券做市业务各项准备工作已全部就绪，将于2月6日正式启动，首批共有12家证券公司参与做市，12家公司为：安信证券、东方证券、国泰君安、国信证券、华泰证券、申万宏源、银河证券、招商证券、中信建投、中信证券、财通证券和国金证券。我们认为，债券做市业务，一方面有利于降低流动性溢价和债券发行成本，完善交易所债券市场功能，进一步发挥债券市场对实体经济的支持作用；另一方面有利于提高定价效率，形成能更加准确反映市场供求关系的债券收益率曲线，为市场定价提供基准参考。同时债券做市业务丰富了券商的收入来源，有助于提升券商资本金运用效率。

券商板块估值低位，建议关注。目前（2023年2月3日）券商行业平均估值1.4x 2023E 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。

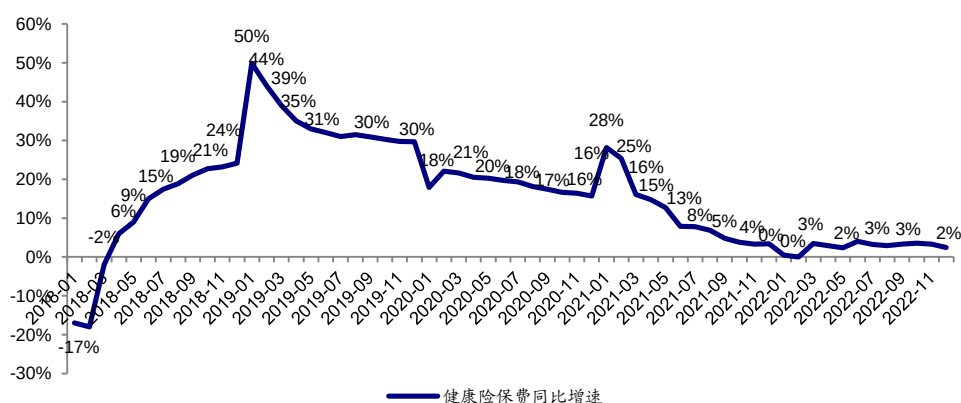
建议关注：中信证券、广发证券等。

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

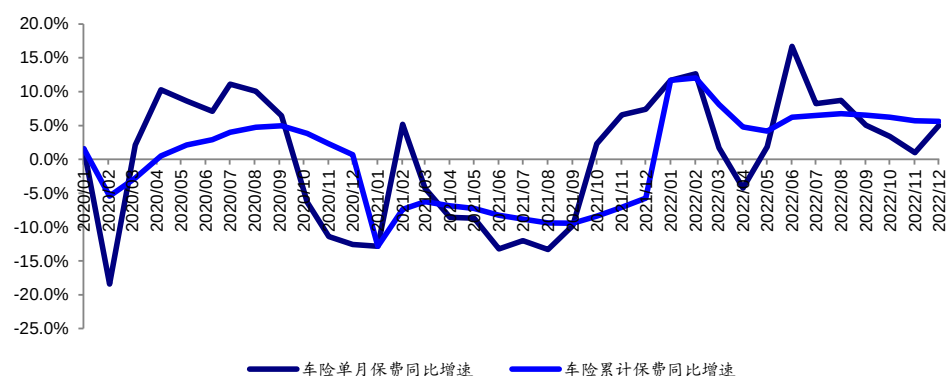
银保监会披露2022年保险行业经营数据，产寿险单月增速均承压，期待2023年迎来复苏。1) 2022年人身险原保费34245亿元，同比+3.1%，规模保费40090亿元，同比-0.8%；可比口径下，人身险公司原保费收入同比+2.8%；人身险公司原保费规模Q1-Q4增速分别为-4.2%、+23.2%、+1.0%、+2.2%。2) 健康险Q4保费增速由正转负，12月单月降幅明显扩大。2022年健康险保费同比+2.4%，Q1-Q4分别同比+3.5%、+4.8%、+1.5%、-1.8%。2022年末健康险占比为25%，较年初微降。3) Q4车险、非车险保费增速均放缓。2022年产险公司保费达14867亿元，按可比口径同比+8.7%，Q1-Q4增速分别为+10.9%、+7.7%、+11.5%、+4.3%。4) 2022年末行业投资资产规模达25.1万亿元，较2022年初+7.8%。银行存款/债券/股票和基金/其他（非标等）分别占比11.3%/40.9%/12.7%/35.0%。股票和基金2022年末占比较2022年初持平，债券+1.9pct，银行存款持平，其他（非标等）-1.9pct。

图6 2018年以来健康险保费累计增速



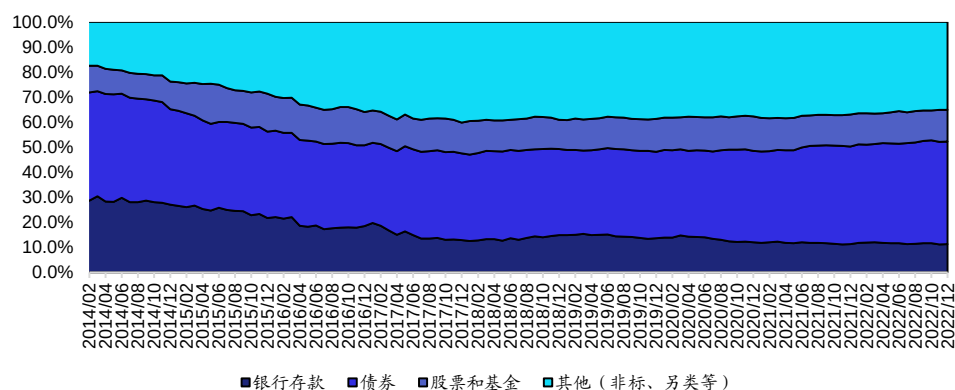
资料来源：银保监会官网，HTI

图7 2020年以来车险保费同比增速



资料来源：银保监会官网，HTI

图8 行业资金运用配置 (%)

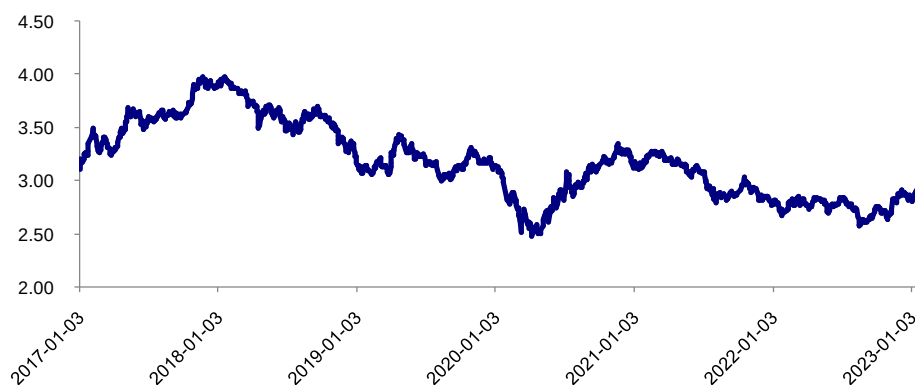


资料来源：wind, HTI

保险行业具备典型顺周期特征。1) 从负债端来看，保险产品属于可选消费品，特别是保障型业务受居民可支配收入影响较大，在经济环境不景气背景下，保险消费需求将受到明显压制。2) 资产端来看，保险资金运用的顺周期属性更明显，在经济环境承压时各大类资产投资率普遍下降，也对保险公司投资收益构成负面影响。**在经济预期改善背景下，保险板块基本面具备反弹空间。**12月初以来，国内疫情防控政策不断优化，社会经济与生活环境逐步回归常态，长端利率短期内显著反弹，目前已上行至 2.9%以上，利好险企固收类资产投资。我们认为，伴随 2023 年整体经济环境逐步向好，居民收入预期提升，保险产品消费需求或将进一步复苏，同时利率也有机会继续上行，则保险公司负债端与资产端有望同时受益。

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 持续改善，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) 十年期国债收益率上行至 2.9%左右，未来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，新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 2023 年 2 月 3 日保险板块估值 0.33-0.67 倍 2023E P/EV，处于历史低位。

图9 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

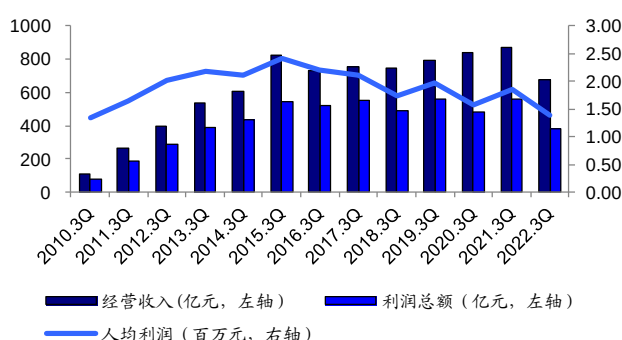
2.3.1 信托：资产规模渐趋平稳并小幅回升

银保监会就规范信托公司信托业务分类向社会公开征求意见，促进行业回归本源。银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。《通知》共分为四部分。一是总体要求。明确《通知》的起草目的和原则。二是明确信托业务分类标准和具体要求。将信托业务分为资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托三大类，并在每一大类业务下细分信托业务子项。三是落实信托公司主体责任。要求信托公司按照信托业务新分类要求，严格把握信托业务边界，完善内部管理制度和内控机制，定期排查，严肃问责，确保按新分类标准规范开展信托业务。四是强化监管引领。银保监会将进一步完善各类具体业务监管规则和配套机制，指导派出机构对信托公司信托业务分类准确性和展业合规性实施持续监管。我们认为，《通知》是推动信托行业转型发展的一项基础性制度，对于促进行业回归本源、实现持续健康发展具有积极作用。

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。

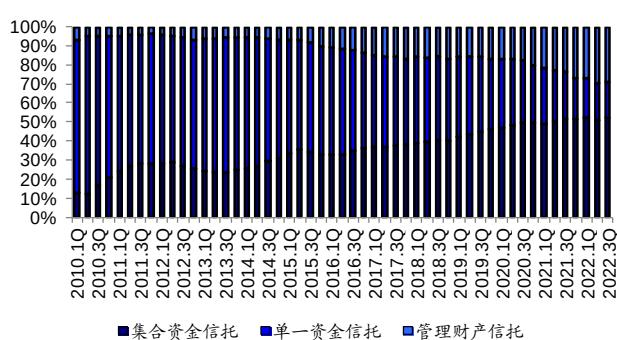
信托行业营收、净利润降幅环比扩大。信托行业2022Q1-3实现经营收入674亿元，同比下滑22.82%；实现利润总额383亿元，同比下降31.21%，相比2022Q2的-21.39%、-29.21%有所扩大，2022Q3单季经营收入环比-25.44%，利润总额环比-34.27%。从收入结构来看，信托业务收入仍为主要来源，截至三季度末，实现信托业务收入547.73亿元，同比下降-13.37%，收入占比为81.32%，同比提升12.23pct。

图10 信托行业经营收入及利润



资料来源：中国信托业协会，HTI

图11 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稳健增长期。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。

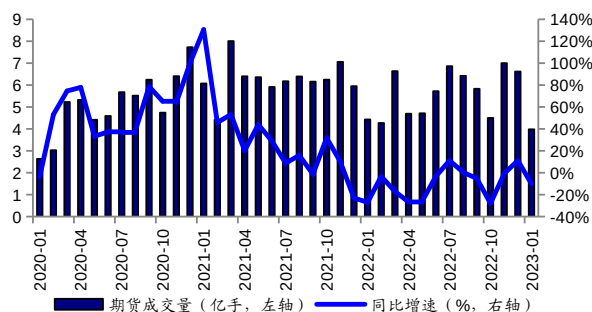
2.3.2 期货

证监会就《股票期权交易管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。证监会对《股票期权交易试点管理办法》作配套修订，形成《股票期权交易管理办法（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。本次修订主要包括：（一）关于股票期权业务的一般性规定。一是将《期权办法》名称修改为《股票期权交易管理办法》，调整条文中的“试点”表述。二是增加《期货和衍生品法》作为法律依据。三是落实《期货和衍生品法》第 17 条关于标准化期权合约品种上市的注册管理要求，修改股票期权合约品种上市相关规定。四是根据《期货和衍生品法》第 93 条，明确证券登记结算机构的中央对手方地位，并新增“为股票期权交易提供集中履约保障”的要求。（二）关于经营机构业务范围和交易者分类相关规定。一是根据《期货和衍生品法》第 63 条，完善期货公司业务范围，新增“做市业务”及“和经中国证监会核准的其他业务”（第 7 条）。二是根据《期货和衍生品法》第 51 条，明确交易者可以分为普通交易者和专业交易者，专业交易者的标准由证监会规定，证券交易所应当按照证监会相关规定制定股票期权交易者的具体标准和实施指引。（三）关于风险管理制度。一是补充完善证券交易所风险管理制度要求。根据《期货和衍生品法》第 23、27 条，新增证券交易所建立套期保值管理制度的要求及经营机构向证券交易所报告持仓、保证金等情况的要求。二是根据《期货和衍生品法》第 21 条，新增程序化交易管理要求。三是根据《期货和衍生品法》第 24 条，新增交易者实际控制关系报备管理规定。四是根据《期货和衍生品法》第 87 条，补充规定证券交易所在异常情况下可单独或者会同证券登记结算机构采取紧急措施，新增调整交易限额标准、强行平仓两项紧急措施，并明确异常情况消失后证券交易所应当及时取消紧急措施。（四）关于股票期权市场违法行为。一是根据《期货和衍生品法》第 12 条，把跨市场操纵行为纳入操纵市场范畴，不再单独列举。二是根据《期货和衍生品法》第 16 条，明确禁止编造、传播有关股票期权交易的虚假信息或者误导性信息扰乱市场秩序。（五）其他修改。

证监会就《期货市场持仓管理暂行规定（征求意见稿）》公开征求意见。证监会起草《期货市场持仓管理暂行规定（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。《暂行规定》主要内容有：一是持仓限额方面，期货交易所制定和调整持仓限额并定期评估，持仓限额的制定应当考虑期现货市场规模、市场结构、市场集中度、可供交割量等因素。期货交易所可以对套利交易、做市交易制定相应的持仓限额，并应当按照有序原则建立、调整和了结持仓，禁止采用分仓等不正当手段规避持仓限额管理。套期保值等期货交易所认定的以风险管理为目的的期货交易活动，可以申请持仓限额豁免。二是套期保值方面，要求期货交易所对套期保值申请进行额度审批，明确套期保值交易应当遵循品种匹配、管理价格波动、期限匹配等原则，禁止以不正当方式获取套保额度，不得以投机交易为目的滥用套保额度。期货交易所可以根据市场运行情况和交易者生产经营状况的变化，调整套期保值额度；套期保值持仓额度应当与交易者的风险管理活动规模、市场风险承受度等相匹配。三是大户持仓报告制度方面。具体而言：要求期货交易所建立大户持仓报告制度，明确报告标准、内容、程序等，并可以根据市场风险状况调整报告标准。此外，证监会还对报告内容提出要求，包括但不限于交易者参与境内外期货市场、场外衍生品市场和现货市场的情况。明确报送义务，要求期货经营机构、境外经纪机构和交易者应当保证报告的真实、准确、完整，应当按要求配合补充报告内容。四是持仓合并方面，《暂行规定》明确，对同一交易者在多个会员处的同类型交易编码上的持仓、存在实际控制关系的多个账户的持仓进行合并计算，并要求期货交易所根据持仓合并的具体情形建立对应的合并豁免制度，明确相关条件、流程等。

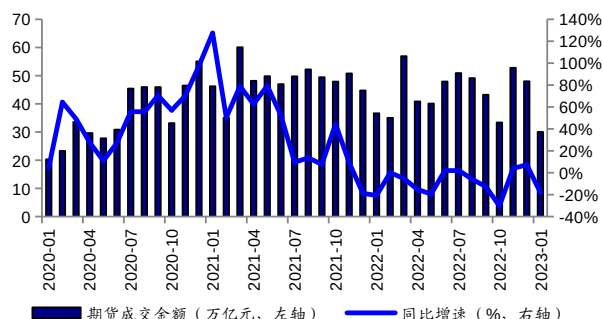
期货行业市场成交规模小幅上涨。根据期货业协会数据，以单边计算，2023 年 1 月全国期货交易成交量为 3.98 亿手，成交额为 30 万亿元，同比分别-10.2%、-18.0%，环比分别下降 39.9%和 37.4%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受当前新冠疫情尚未结束、局部地区不稳定等诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图12 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13 期货行业市场成交额及增速

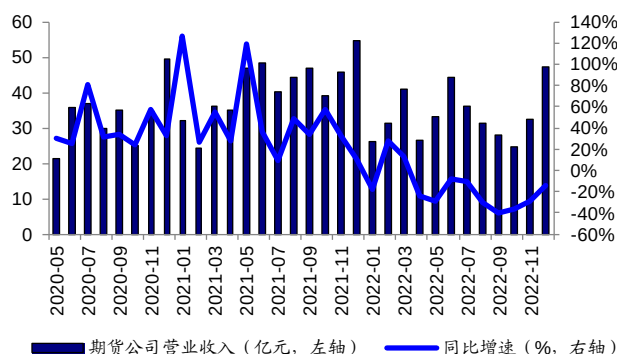


资料来源：中国期货业协会，HTI

2022 年 12 月期货公司利润有所下降。截至 2022 年 12 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 30 个辖区。12 月实现营业收入 47.14 亿元，同比减少 13.84%，净利润 14.80 亿元，同比减少 0.52%。（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 1-12 月期货公司净利润 109.89 亿元，同比下滑 19.82%。

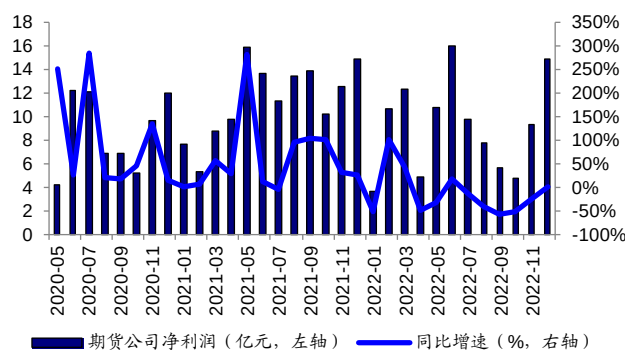
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2022 年 12 月末，共有 97 家期货公司在协会备案设立 100 家风险管理公司，其中 99 家风险管理公司备案了试点业务。12 月期货风险管理公司实现业务收入 166.84 亿元，环比下降 59.69%，净利润-1.30 亿元，环比下降-0.55%。

图14 期货公司营业收入及增速



资料来源：中国期货业协会，HTI

图15 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，建议关注中国人寿、中国平安、中国太保、中信证券、东方证券等。

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 2 上市券商估值表 (2023 年 2 月 3 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	21.36	3166	13.7		11.8	1.6		1.2
海通证券	9.36	1223	9.5	12.0	9.7	0.7	0.7	0.7
国泰君安	14.28	1272	8.5	9.9	8.0	0.9	0.8	0.8
华泰证券	12.90	1171	8.8	10.7	8.6	0.8	0.8	0.7
中国银河	9.77	990	9.5	9.5	8.4	1.2	1.1	1.0
申万宏源	4.20	1052	11.2	30.4	12.7	1.1		
广发证券	17.13	1305	12.0	16.4	12.5	1.2	1.2	1.1
中金公司	40.90	1974	18.3	21.9	18.1	2.6	2.2	2.1
中信建投	27.09	2101	20.5	21.8	17.6	3.2	2.6	2.3
招商证券	14.25	1239	10.6	13.6	10.8	1.3	1.1	1.1
东方证券	10.60	901	16.8	30.3	19.4	1.5	1.2	1.1
国信证券	9.58	921	9.1	12.7	10.4	1.2	1.2	1.0
兴业证券	6.70	579	12.2	18.5	13.5	1.4	1.1	1.0
光大证券	15.91	734	21.1	19.2	17.8	1.4	1.2	1.1
浙商证券	10.68	414	18.9	23.0	17.3	1.7	1.6	1.5
东吴证券	7.06	354	14.8	19.1	15.3	1.0	0.9	0.9
长江证券	5.81	321	13.3	16.4	12.0	1.1		
方正证券	6.97	574	31.5			1.4		
长城证券	9.17	370	21.0	29.5	20.1	1.9	1.3	1.2
国金证券	9.86	367	15.8	24.4	18.1	1.5	1.2	1.1
西部证券	6.71	300	21.3	36.3	21.0	1.1	1.1	1.1
红塔证券	8.97	423	26.8	35.8	28.7	1.8	1.8	1.7
财通证券	7.74	359	14.0	19.2	14.0	1.5	1.1	1.0
国元证券	7.08	309	16.2		14.6	1.0		0.9
东兴证券	8.52	275	16.7	28.2	19.7	1.0	1.0	1.0
国海证券	3.54	193	25.2			1.0		
华西证券	8.34	219	13.4	21.7	14.6	1.0	0.9	0.9
中原证券	3.92	182	35.5	585.1	46.5	1.3	1.3	1.3
天风证券	3.08	267	45.5	84.2	63.0	1.1	1.0	1.0
山西证券	5.89	211	26.3	40.4	37.7	1.2	1.2	1.2
华创阳安	7.34	166	17.1			1.0		
华安证券	5.08	239	16.8	17.7	16.4	1.3	1.2	1.1
中银证券	11.34	315	32.8	28.8	24.3	2.0	1.9	1.8
第一创业	6.13	258	34.6	40.0	33.2	1.8	1.6	1.5
西南证券	4.05	269	25.9	48.2	28.2	1.1	1.1	1.0
国联证券	11.98	339	38.2	36.2	27.4	2.1	2.0	1.9
南京证券	8.52	314	32.1	42.8	34.0	1.9	1.9	1.8
湘财股份	10.17	290	59.8			2.3		
财达证券	8.62	280	41.1			2.5		
哈投股份	5.10	106	44.6			0.8		
太平洋	2.75	187	154.5	(416.7)	366.7	1.9	1.9	1.9
华林证券	14.67	396	81.9	74.3	62.8	6.3	5.8	5.1
锦龙股份	13.73	123	(93.6)	(46.4)	(1,024.6)	3.7	4.2	4.2
国盛金控	9.20	178	231.5			1.6		
大券商平均			13.0	17.4	12.7	1.5	1.3	1.2
平均			27.8	28.5	3.0	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind 一致预期, HTI

表 3 上市保险公司估值表（2023 年 2 月 3 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	49.60	72.65	76.34	83.22	91.07	2.71	2.07	1.65	1.71
中国人寿-A	33.51	37.93	42.56	46.99	51.56	2.07	1.58	1.31	1.38
新华保险-A	30.45	77.13	82.97	86.06	93.55	2.94	1.92	1.05	1.05
中国太保-A	25.50	47.75	51.80	57.21	64.69	1.85	1.39	0.91	0.99
中国人保-A	5.08	5.69	6.25	6.85	7.57	0.14	0.09	0.07	0.08
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	49.60	0.68	0.65	0.60	0.54	-8.51	-12.90	-20.37	-24.28
中国人寿-A	33.51	0.88	0.79	0.71	0.65	-2.14	-5.71	-10.25	-13.08
新华保险-A	30.45	0.39	0.37	0.35	0.33	-15.86	-27.40	-52.74	-59.85
中国太保-A	25.50	0.53	0.49	0.45	0.39	-12.00	-18.86	-34.99	-39.68
中国人保-A	5.08	0.89	0.81	0.74	0.67	-4.41	-13.00	-23.91	-30.46
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	49.60	7.83	5.56	5.27	6.21	41.71	44.44	47.40	51.56
中国人寿-A	33.51	1.78	1.80	1.25	1.52	15.92	16.93	17.71	18.94
新华保险-A	30.45	4.58	4.79	2.24	3.86	32.59	34.78	36.12	38.08
中国太保-A	25.50	2.56	2.79	2.16	2.80	22.37	23.57	24.07	26.56
中国人保-A	5.08	0.45	0.49	0.57	0.64	4.57	4.96	5.31	5.82
证券简称	价格	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	49.60	6.33	8.92	9.41	7.99	1.19	1.12	1.05	0.96
中国人寿-A	33.51	18.85	18.60	26.77	22.12	2.10	1.98	1.89	1.77
新华保险-A	30.45	6.65	6.36	13.59	7.90	0.93	0.88	0.84	0.80
中国太保-A	25.50	9.98	9.14	11.81	9.11	1.14	1.08	1.06	0.96
中国人保-A	5.08	11.19	10.37	8.98	7.97	1.11	1.02	0.96	0.87

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 (January 30 - February 3, 2023), the diversified financial industry outperformed the CSI 300 index, while the insurance and securities industry underperformed the CSI 300 index. The diversified financial sector was up 0.71 percent, the securities sector was down 1.34 percent, the insurance sector was down 4.82 percent, the non-banking financial sector as a whole was down 2.41 percent, and the CSI 300 index was down 0.95 percent.
- Chinese Brokers: In February, the transaction volume increased both month-on-month and year-on-year, and the comprehensive registration system reform was officially launched. On February 3, 2023, the average valuation of the securities industry is 1.4x 2022E P/B, and it is recommended to recommend the high-quality leader with low valuation and the leading targets of wealth management transformation, such as CITIC Securities (600030 CH), Orient Securities (600958 CH).
- China Insurance: Long-term interest rate up benefit investment, 2023 liability side is also worth looking forward to. On February 3, 2022, Chinese insurers are trading at 0.33-0.67x 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, 600837.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH 和 600635.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, 600837.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH and 600635.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, 600837.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH and 600635.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, 600958.CH, 2328.HK, FUTU.US, 6060.HK, 601375.CH, 600837.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH 及 600635.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, 600958.CH, 2328.HK, FUTU.US, 6060.HK, 601375.CH, 600837.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH 和 600635.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 及 1508.HK 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 及 1508.HK 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 及 600030.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 和 600030.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 及 600705.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 and 600705.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 及 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 601066.CH, 601881.CH, 600958.CH, FUTU.US, 6060.HK, 601375.CH, 600837.CH, 600369.CH, 600030.CH, 600705.CH, 600635.CH and 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, 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 及 1508.HK 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 and 1508.HK.

海通担任 601318.CH, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 3908.HK, 601336.CH, 2328.HK, 6060.HK 及 600030.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, 1299.HK, 601628.CH, 601601.CH, 3908.HK, 601336.CH, 2328.HK, 6060.HK and 600030.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):

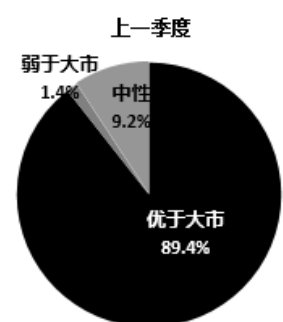
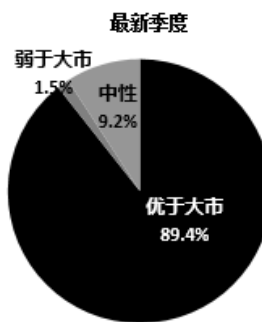
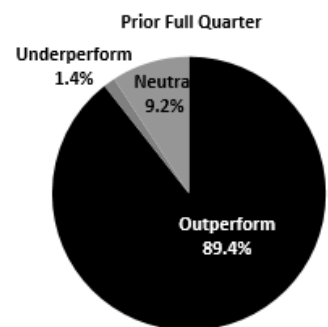
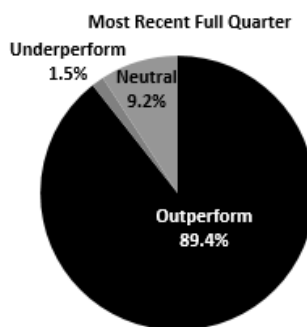
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains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

评级分布 Rating Distribution



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

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

截至 2022 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.5%
投资银行客户*	5.2%	7.3%	8.3%

*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 Dec 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.5%
IB clients*	5.2%	7.3%	8.3%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款：尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可

能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿(包括利润损失)承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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

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

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

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、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，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. ("HTIJK"), 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, HTIJK 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 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 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 HTIJK 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 HTIJK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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

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

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