

# 宏观因素：三个“转折”？——2023年四季度宏观展望 (Macro Factors: Three "Turning Points"? - An Outlook on the Fourth Quarter of 2023)

梁中华 Zhonghua Liang [zh.liang@htisec.com](mailto:zh.liang@htisec.com)  
Amber Zhou [amber.lh.zhou@htisec.com](mailto:amber.lh.zhou@htisec.com)

13 Oct 2023

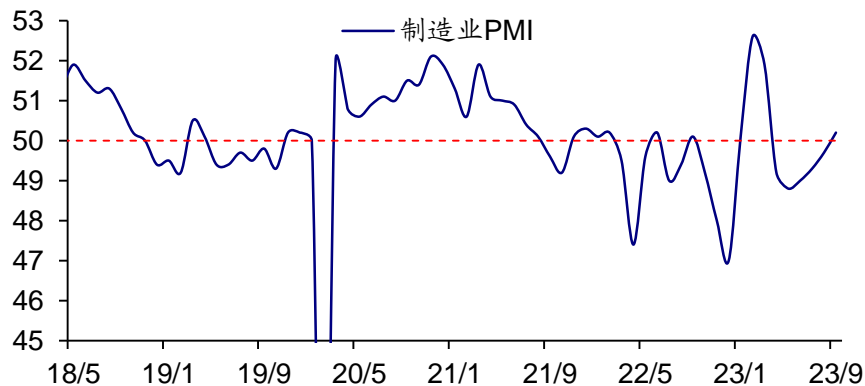
本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1. 经济的“转”：现状怎么样？
2. 政策的“转”：如何稳增长？
3. 海外的“转”：加息VS降息？

## 宏观经济：阶段改善

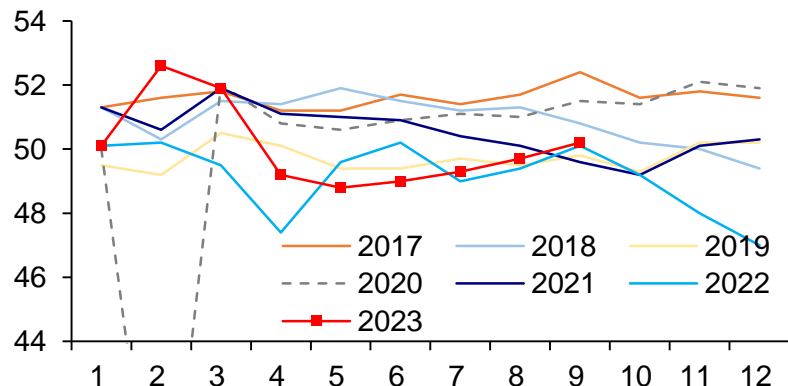
- 2023年9月份，制造业PMI为50.2%，比8月上升0.5个百分点，涨幅略高于季节性，最近4个月制造业PMI持续回升。目前制造业PMI自4月以来首次返回扩张区间，且高于过去两年同期水平，强于2019年同期。
- 短期数据的好转，是出口阶段性改善与内需短期稳定的交织结果。

图 制造业PMI走势 (%)



资料来源: Wind, HTI

图 近年各月制造业PMI (%)



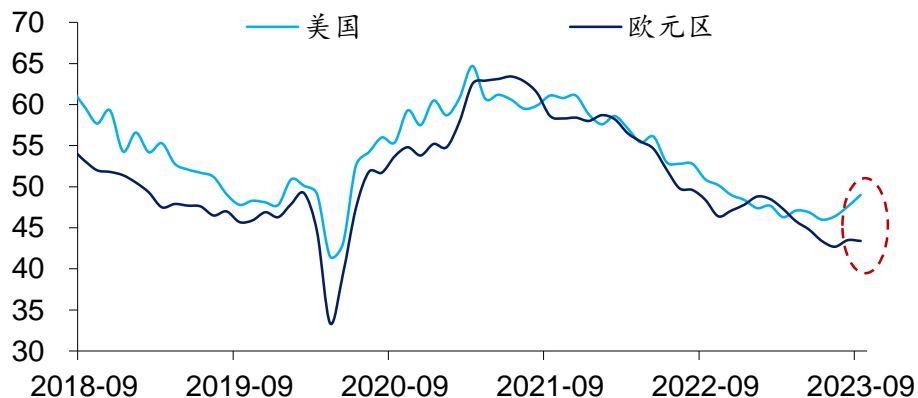
资料来源: Wind, HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 需求端：出口有一定支撑

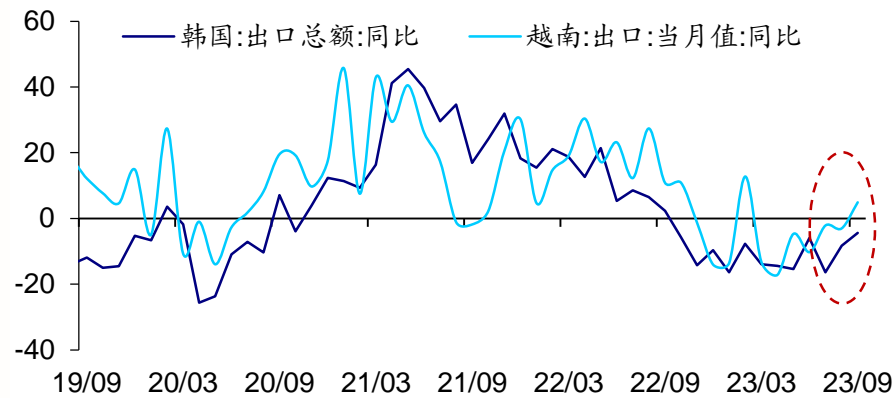
- 从外需来看，美国制造业PMI已经连续三个月改善，欧元区制造业PMI低位暂稳。
- 从供给来看，9月份韩国、越南出口增速也明显抬升；9月我国制造业PMI改善的行业也集中在出口依赖度较高的行业，环比大幅回升的行业有通用设备、交运设备、化学、电子通信设备、电气机械等。

图 欧美制造业PMI走势 (%)



资料来源: Wind

图 韩国、越南出口增速边际改善 (%)



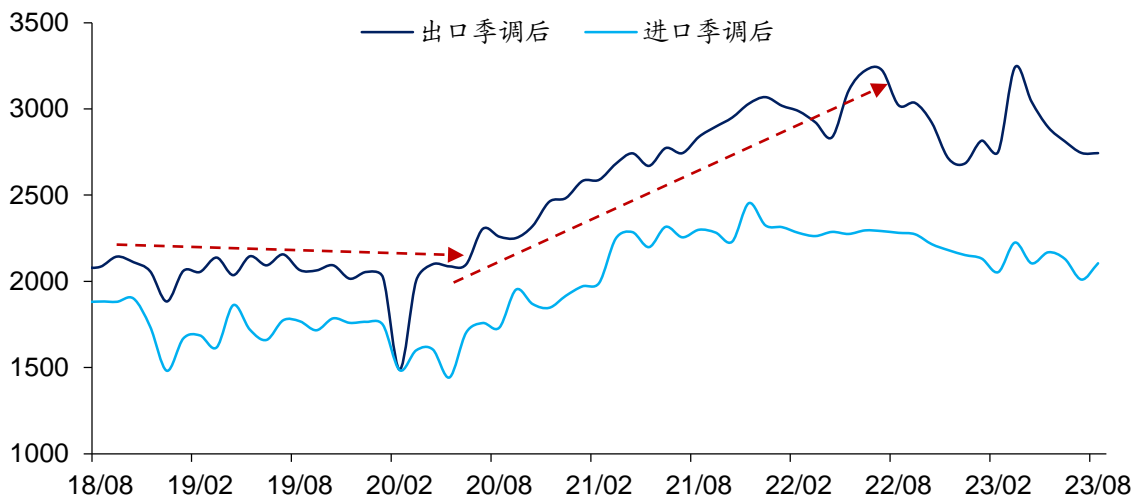
资料来源: Wind

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 出口名义值：虽有回落，仍在高位

- 8月我国出口金额的名义增速为-8.8%，进口金额的名义增速为-7.3%，出口增速负增长主要因为高基数，而出口绝对值仍在高位。

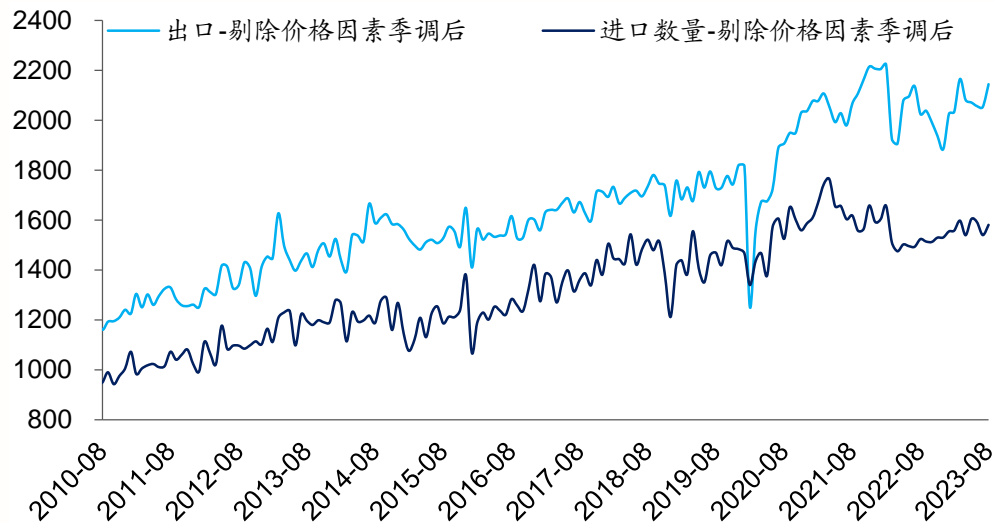
图 我国进出口季调后金额（亿美元）



## 出口实际值：也不低

- 剔除价格效应后，我们发现，当前外需依然处于较高位置。

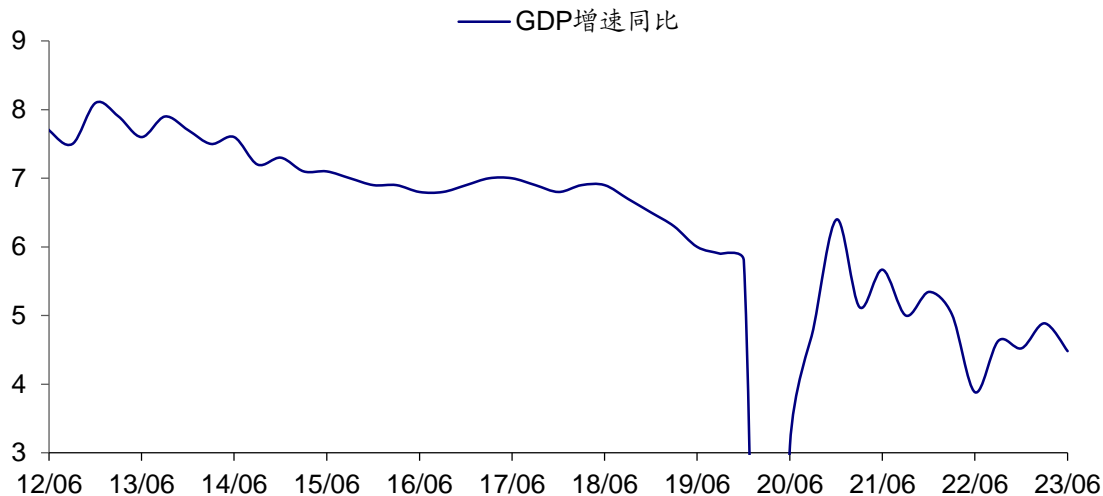
图 剔除价格因素后我国进出口季调后金额（亿美元）



## 扩大内需：仍是重点

- 从同比来看，2023年1季度GDP同比为4.5%，四年年化增速回升至4.9%；2季度同比为6.3%，四年年化增速为4.5%。
- 整体来看，我国经济仍然有较大的增长潜力。不过短期来看，扩大内需仍然是重点。

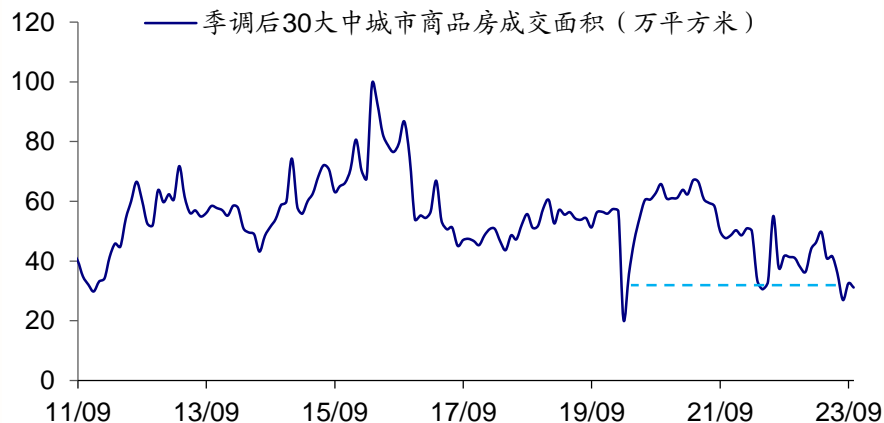
图 我国季度GDP年化增速 (%)



## 地产周期：政策调整效果如何？

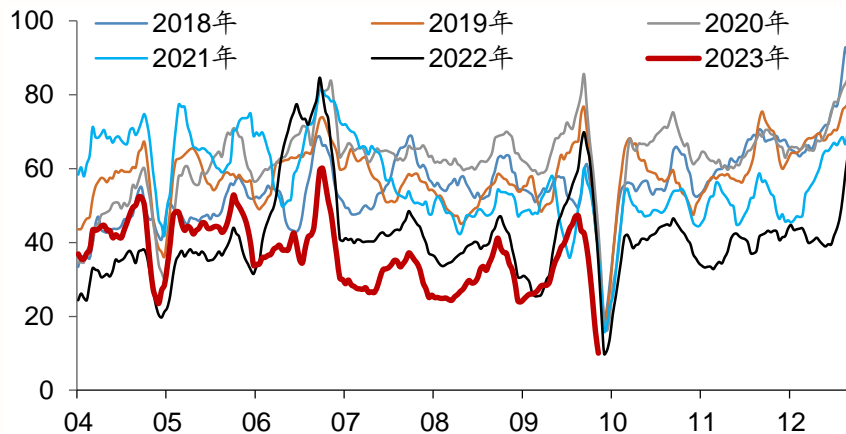
- 截至8月，我国商品房销售面积当月同比增速-12.2%，累计同比增速-7.1%；房地产投资当月同比增速为-11.0%，累计同比增速为-8.8%。
- 房地产政策调整后，30城商品房销售面积仍在低位，效果有待进一步观察。

图 30大中城市房地产销售现状（万平方米）



资料来源：Wind, HTI

图 30城商品房销售面积（万平方米）





## 从房地产价格：看周期的位置

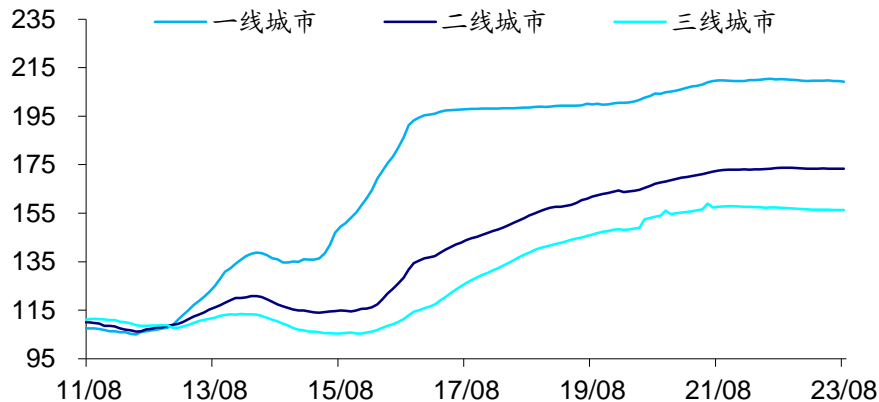
- 截至8月，百城房价环比上涨的城市数量为35个。从房价指数来看，国内房地产价格已经“稳定”两年以上。
- 不同城市线级的二手房价格走势不同。其中，2023年8月，一线城市的二手房住宅价格同比增速为-1.6%，二线和三线城市分别为-3.0%和-3.5%。

图 百城房价同比上涨城市数量 (个)



资料来源: Wind, HTI

图 百城住宅价格指数



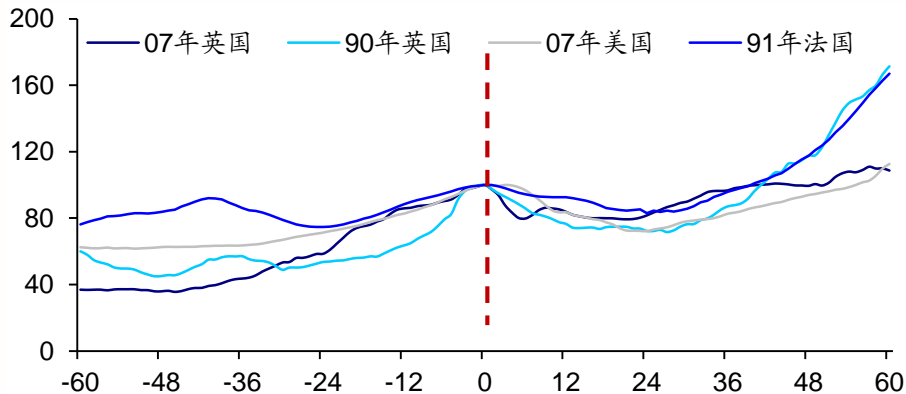
资料来源: Wind, HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 海外的房价经验：欧美与日韩不同

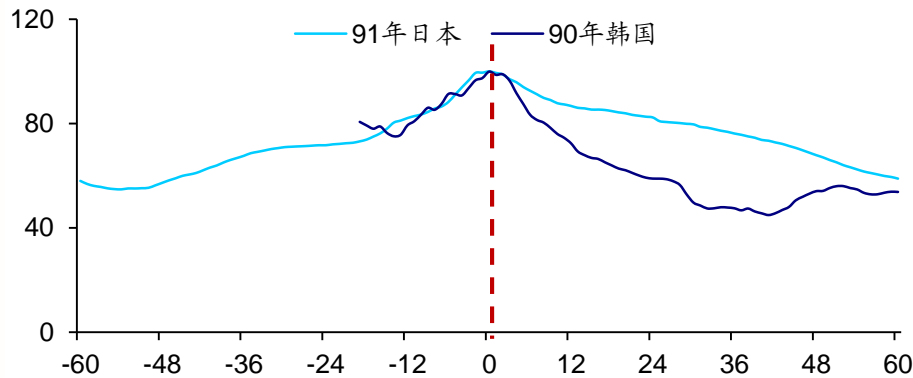
- 我们发现，海外经济体的房地产市场出现调整时，房价走势是不同的。
- 以美国、英国、法国为例，房价下行周期大约24个季度（6年左右），之后房价重新开始上行。
- 以日本、韩国为例，房价调整持续的时间较长，尤其是日本，房价下跌持续15年以上。

图 实际房价指数（最高点设定为100）



资料来源：Wind, HTI, 横轴表示距离房价最高点时期的季度数，为0表示房价处于最高点

图 实际房价指数（最高点设定为100）

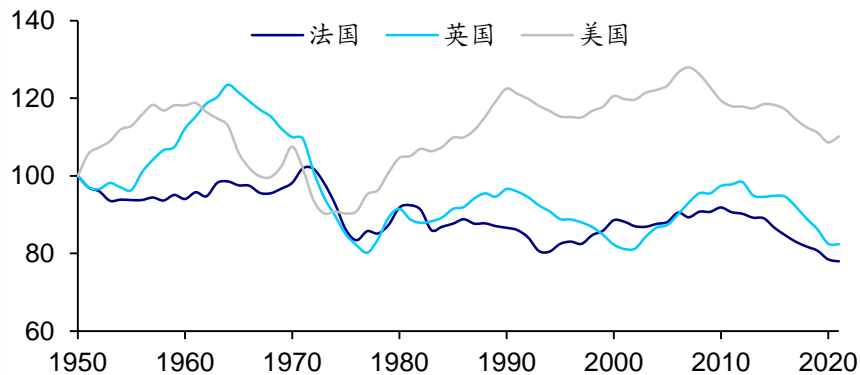


资料来源：Wind, HTI, 横轴表示距离房价最高点时期的季度数，为0表示房价处于最高点

## 长期需求：还要看人口

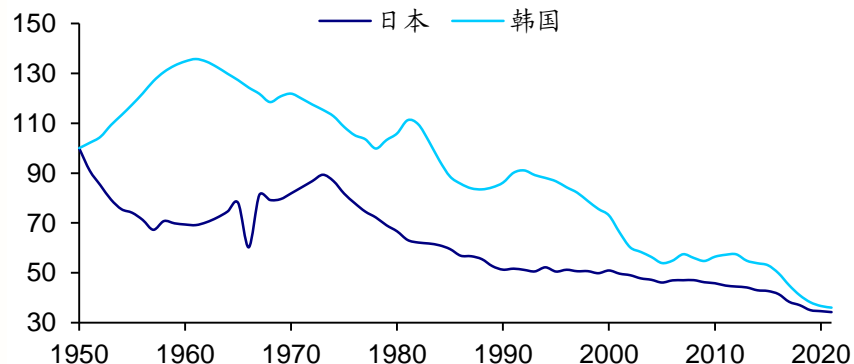
- 人口是地产需求非常重要的决定因素。欧美和日韩地产周期的走势不同，主要是由于人口的差异。
- 美国、英国、法国等经济体，新出生人口数量相对稳定，这使得其地产市场有一定的需求支撑。而日本、韩国新出生人口持续下降，其地产市场的需求也在不断减少。

图 新出生人口数量 (1950年=100)



资料来源: Wind, HTI

图 新出生人口数量 (1950年=100)



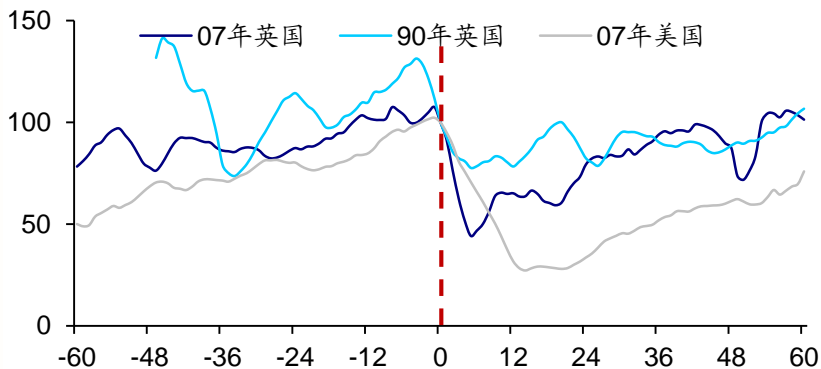
资料来源: Wind, HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 海外的房地产销售和投资：欧美、日韩亦不同

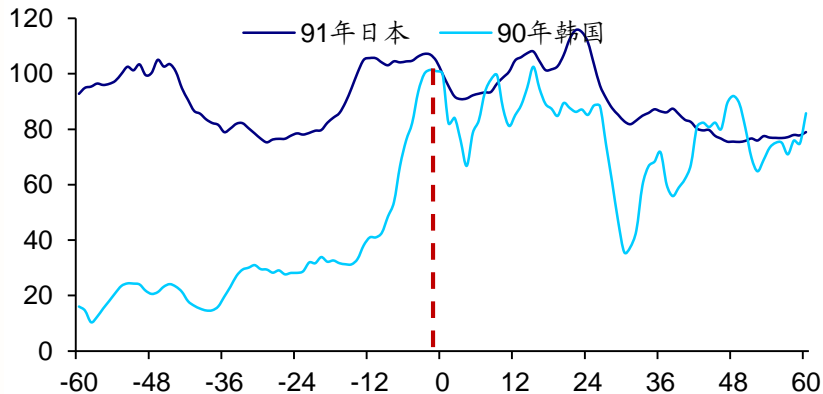
- 美国和英国的住宅新开工下行幅度较大，下行周期为4-12个季度（1-3年）。
- 日本和韩国的住宅新开工，在房地产价格处于下行周期中，还能够维持在高位。
- 长期来看，房地产市场的更新换代需求至关重要。

图 住宅新开工（最高点=100）



资料来源：Wind，HTI，横轴表示距离房价最高点时期的季度数，为0表示房价处于最高点

图 住宅新开工（最高点=100）

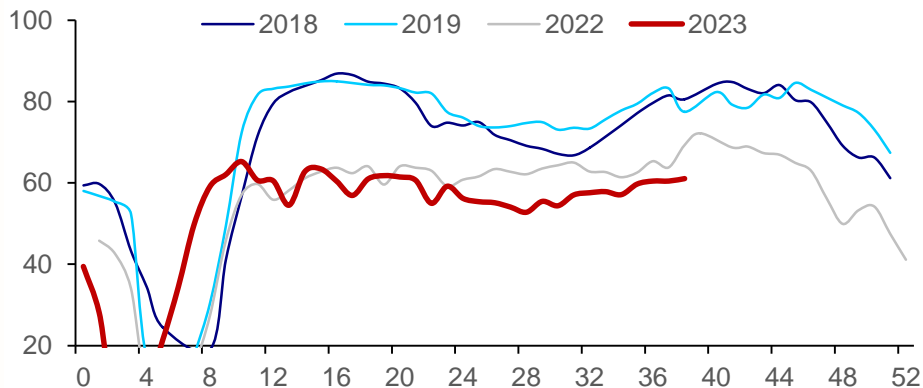


资料来源：Wind，HTI，横轴表示距离房价最高点时期的季度数，为0表示房价处于最高点

## 基建投资：需关注财政政策变化

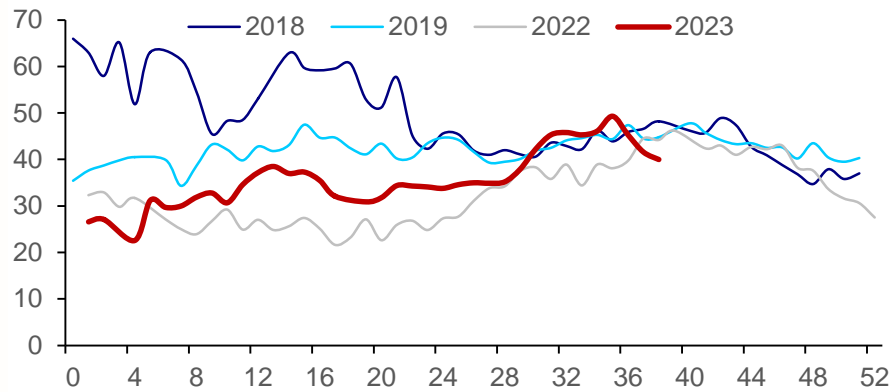
- 水泥出货率仍在低位，水泥价格指数回到2017年的位置。短期内专项债快发快用，但仍需要关注地方增量债务来源的解决情况。

图 水泥出货率 (%)



资料来源：Wind, HTI, 横轴表示周数

图 开工率:石油沥青装置 (%)



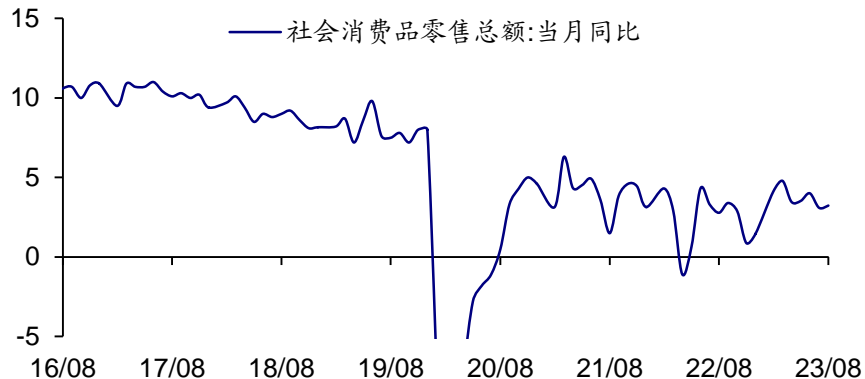
资料来源：Wind, HTI, 横轴表示周数

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 国内消费：暑假有所好转

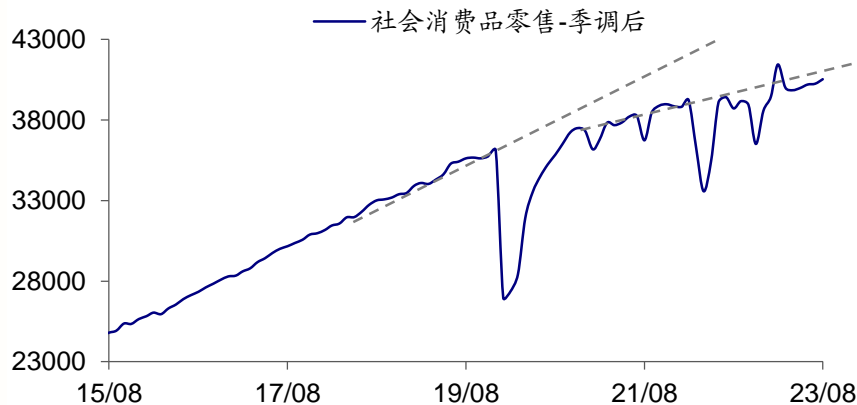
- 从同比来看，疫情之前（2016-2019年）社会消费品零售平均增速为9.4%，在剔除掉基数影响后，2021-2022年的社零平均增速则为3.2%，今年一季度社消零售年化同比增速在4.5%左右（较2019年），6月年化增速为4.0%（较2019年），7月3.1%，8月3.2%（较2019年），如果不剔除基数影响，8月当月同比增速为4.6%。
- 消费读数的回升，一是因为低基数，去年8月受疫情影响，消费季调环比增速为-0.75%；二是在暑假经济的支撑下，7、8月交通出行确有好转，餐饮、旅游等服务消费增速较高。

图 我国消费增速 (%)



资料来源: Wind, HTI, 2021年之后为相对2019年的年化平均增速

图 季调后的消费规模 (亿元)



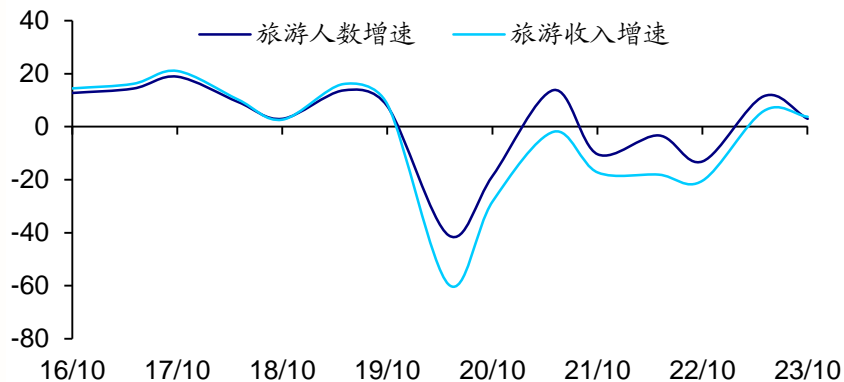
资料来源: CEIC, HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 假期数据：反映消费如何？

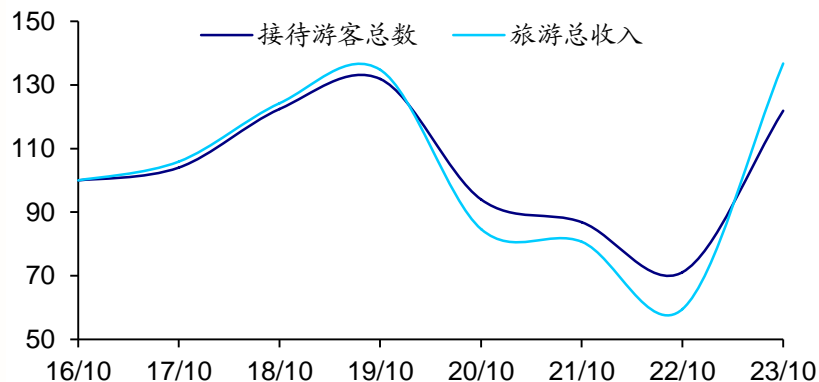
- 旅游收入确实在恢复，幅度上还有进一步提升的空间，需要政策端进一步发力。经文化和旅游部数据中心测算，中秋节、国庆节假期8天，国内旅游出游人数按可比口径较2019年增长4.1%；实现国内旅游收入按可比口径较2019年增长1.5%。
- 此外，今年国庆假期和中秋相连，也会对消费起到短期推升作用，后续修复情况需要观察。

### 五一、十一假期旅游增速 (%)



资料来源：Wind, HTI, 2021年之后为相对2019年的年化平均增速

### 图 国庆假期旅游情况 (假定2016年为100)



资料来源：Wind, HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 超额储蓄规模: 大约0.35万亿

- 根据我们的测算, 截至6月, 我国居民部门的超额储蓄约0.35万亿人民币。

图 居民部门每个季度超额储蓄估算 (万亿)

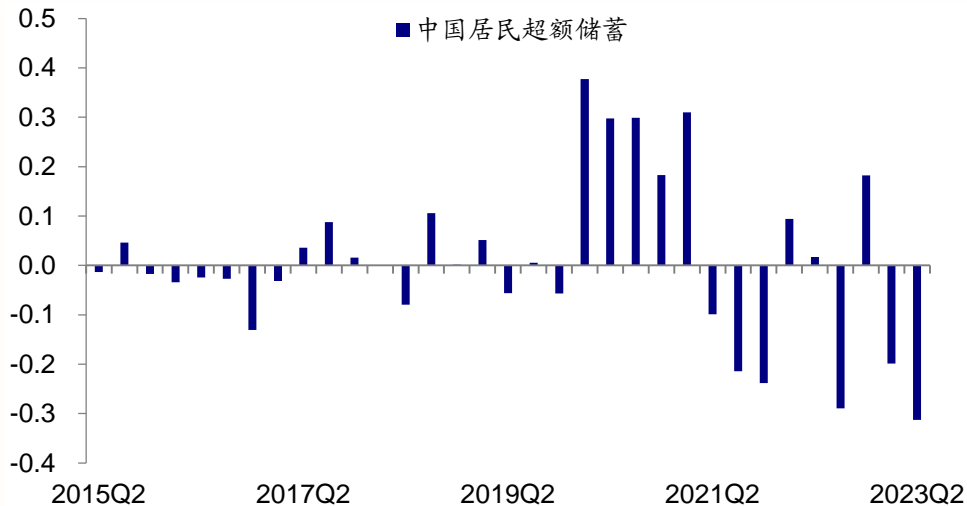
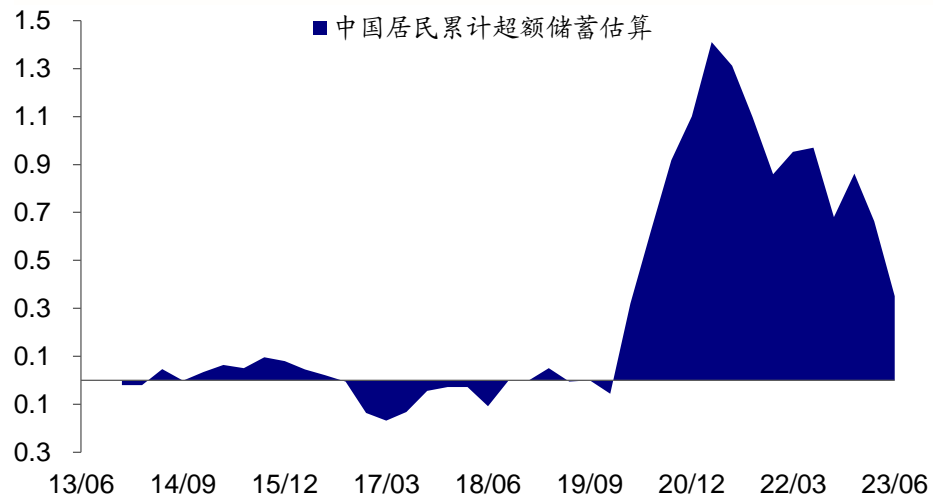


图 我国居民部门累计超额储蓄估算 (万亿)

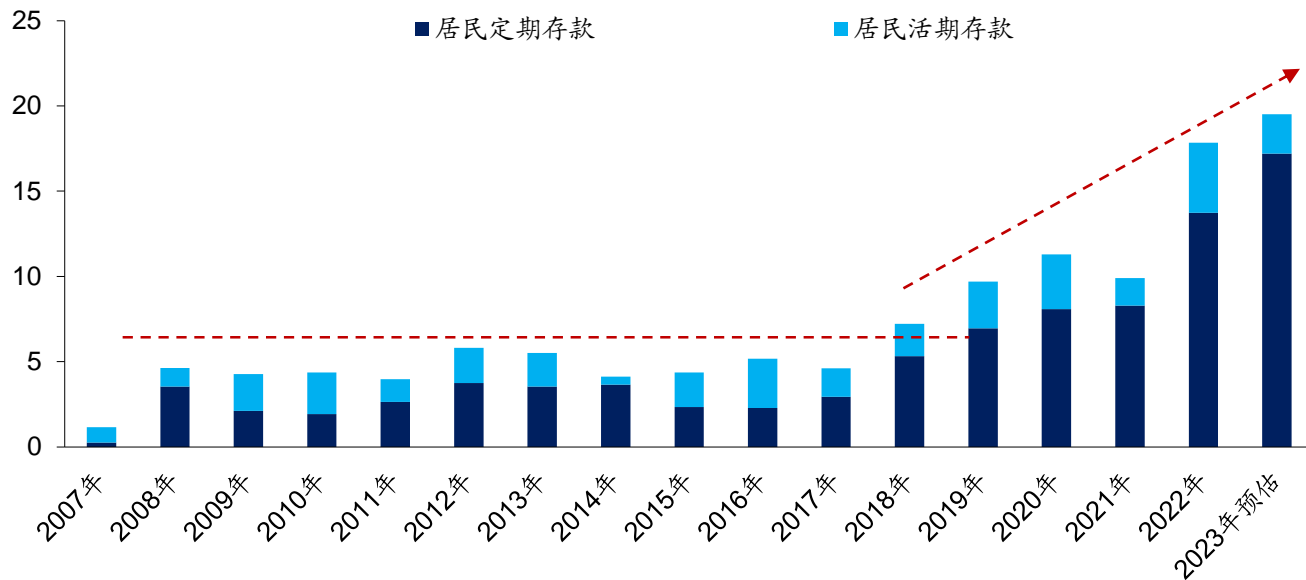




## 居民财富：存款维持高增长

- 居民存款的高增长，更多是居民财富储藏形式的变化，居民财富向存款端倾斜，并不会释放为消费。而且这个趋势并不是从疫情之后开始的，而是从2018年就开始了。

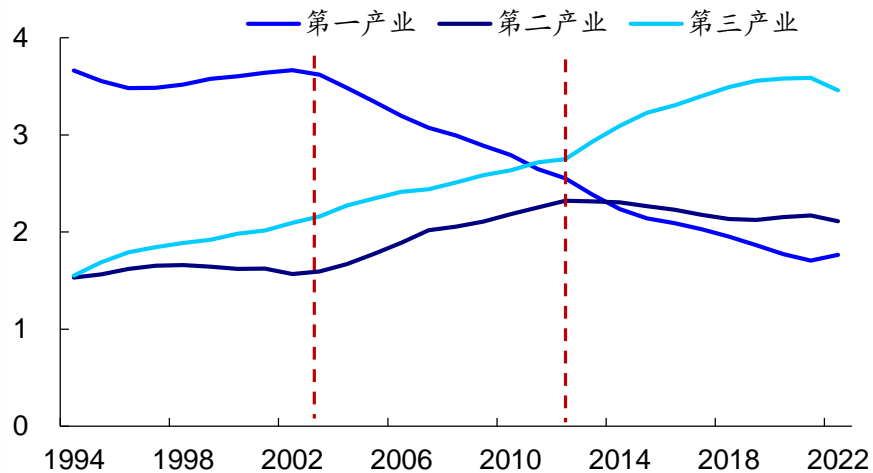
2018年之后，居民存款开启高增长之路（万亿人民币）



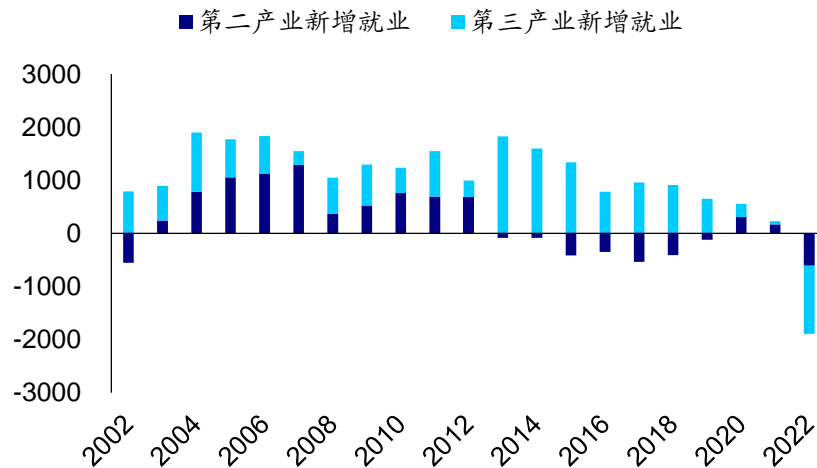
## 提振消费：需要稳定就业和收入预期

- 中国加入WTO以后，第一产业就业人数开始下降，二三产业就业人数快速增长；2013年之后，第二产业就业人数也开始下降，第三产业就业人数加速增长；2022年，第一产业就业人数上升，第二、三产业就业人数下降。
- 服务业是稳就业的重要方向。

### 我国三次产业就业人数（亿人）



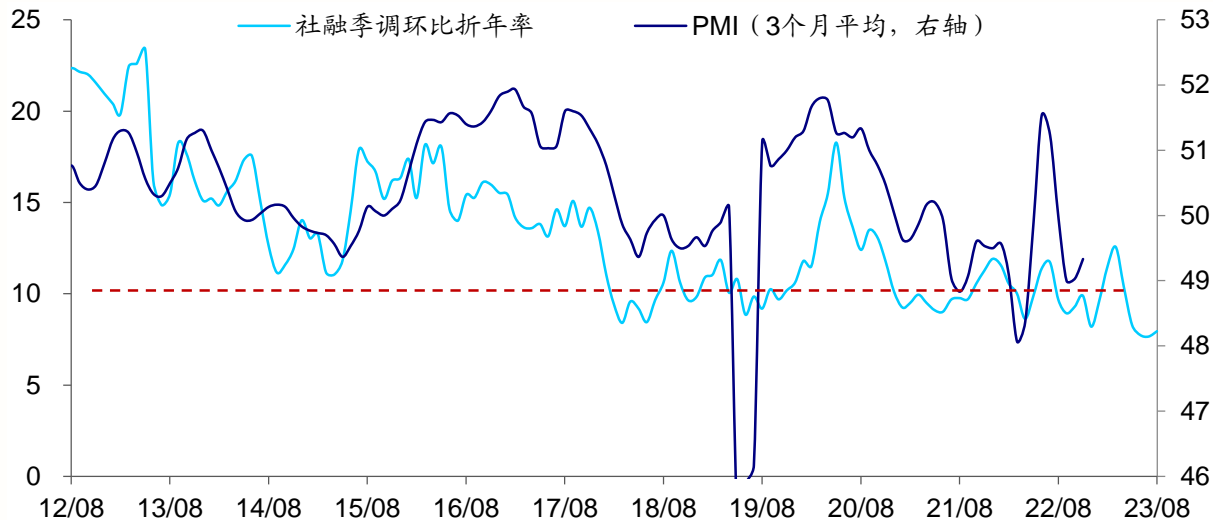
### 我国第二、三产业就业人数变化（万人）



## 融资增速要改善：关键看需求

- 截至8月，我国社融存量增速9%，增速的回升主要来自政府融资节奏的加快。

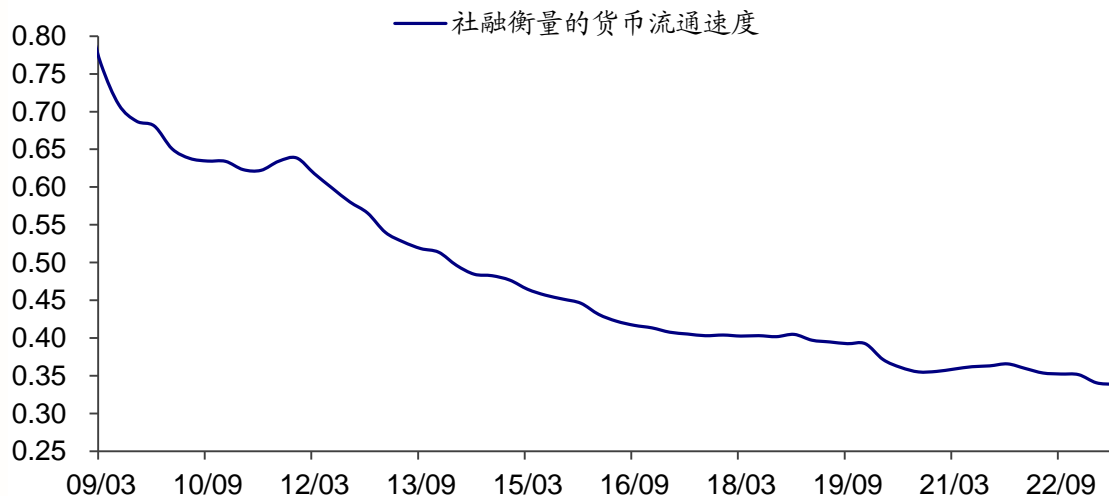
图 社融季调环比增速和PMI指数 (%)



## 不仅要看货币量，还要看货币流通速度

- 根据我们的测算，用社融衡量的货币流通速度在上半年大概为0.34次/年。要提振需求的话，提高货币的流通速度也很重要，即要让居民和企业愿意“支出”，带来消费和投资的扩张。

图 我国社融衡量的货币流通速度（次/年）



1. 经济的“转”：现状怎么样？
2. 政策的“转”：如何稳增长？
3. 海外的“转”：加息VS降息？

## 积极政策：已经逐渐落地

- 7月政治局会议认为，“国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障，社会大局保持稳定，为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础”。
- 同时会议也指出当前经济发展中面临的困难和挑战，“国内需求不足”，“一些企业经营困难”，“重点领域风险隐患较多”，“外部环境复杂严峻”。“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。”
- 在下半年政策整体定调方面，强调“要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放”，和4月政治局会议表述不同的是，还强调了要“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”。
- 会议还指出，“要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。”

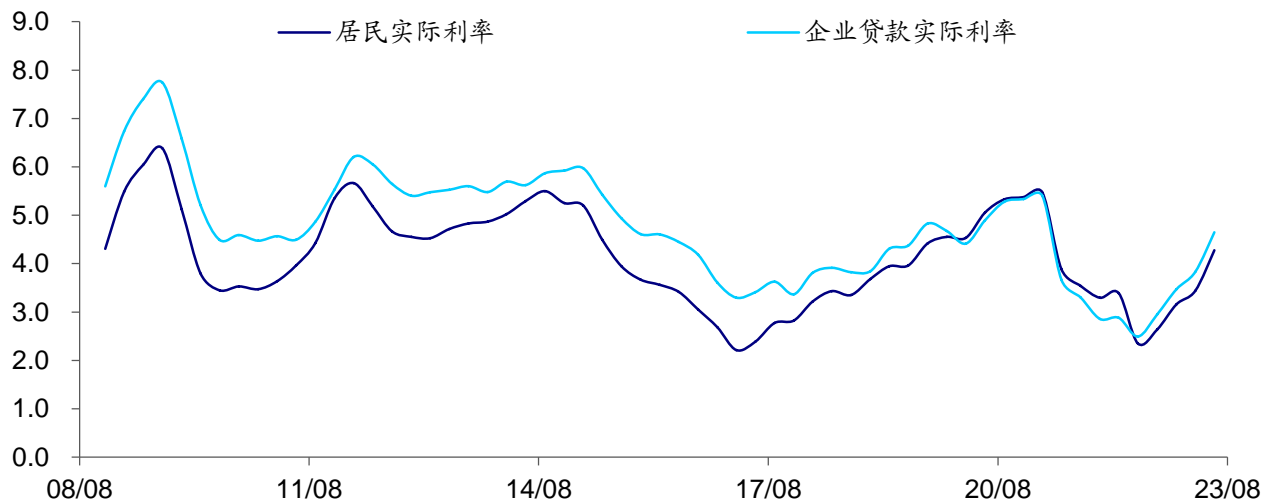
## 产业政策：“实体”为重，“安全”为重

- 5月5日，二十届中央财经委第一次会议强调，“加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，关系我们在未来发展和国际竞争中赢得战略主动”；“建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系”；“要坚持以实体经济为重，防止脱实向虚”。
- 该会议还强调：“要完善新发展阶段的产业政策，把维护产业安全作为重中之重，强化战略性领域顶层设计，增强产业政策协同性。要加强关键核心技术攻关和战略性资源支撑，从制度上落实企业科技创新主体地位。要更加重视藏粮于技，突破耕地等自然条件对农业生产的限制。要用好超大规模市场优势，把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合起来，加强产业链供应链开放合作。要大力建设世界一流企业，倍加珍惜爱护优秀企业家，大力培养大国工匠。”
- 7月政治局会议指出，“要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业。要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展。”我们预计，政策对科技创新、新兴产业方面的支持会越来越强。

## 货币政策：或进一步稳健宽松，调整实际利率

- 考虑到通胀处于低位，货币政策或需要进一步宽松，来降低实体部门的实际融资成本。

图 居民和企业融资实际利率 (%)





## 银行间利率、存款利率：均存在调整空间

- 政策利率仍有一定调整空间。这包括银行间的资金利率和银行存款利率。

图 逆回购利率和DR007对比 (%)

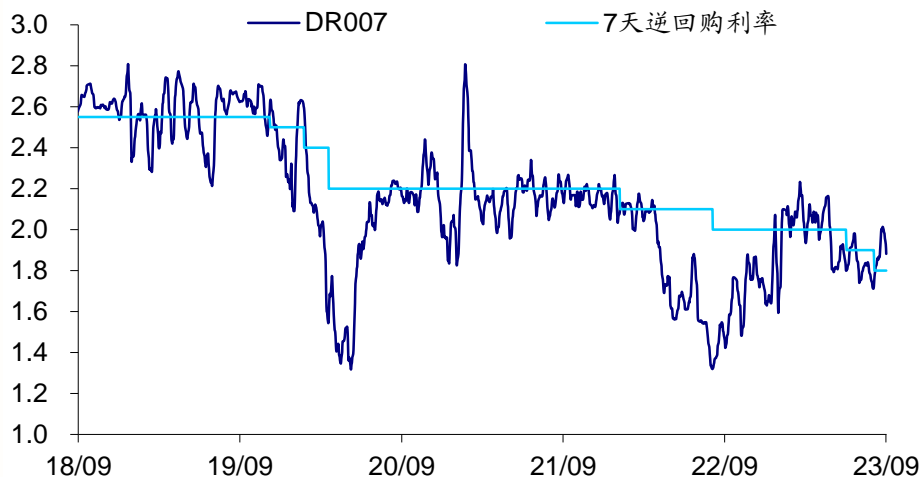


图 MLF和存单利率对比 (%)



## 居民存量房贷利率：也进行了调整

- 近几年，居民资产负债表出现较大幅度重构，存款高增长，负债增速放缓，这主要是由于居民资产端和负债端利率不匹配导致的。资产端收益率降低，负债端成本仍在高位。
- 而2019年居民负债端近76%是房贷，8月央行对居民存量房贷利率也进行了调整。

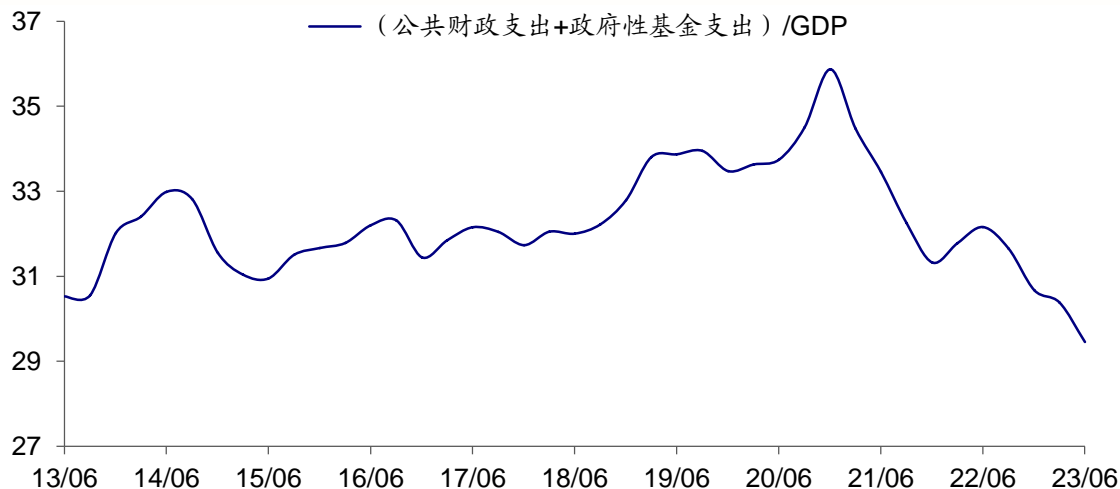
图 不同时点投放的居民房贷：在当前的利率估算（%）



## 财政政策：可以更积极

- 如果按照（公共财政支出+政府性基金）/GDP衡量财政支出强度，2019年为33.5%，2020年35.9%，2021年降至31.3%，2022年30.7%，2023年6月年化为29.5%，比2019年低4个点。
- 如果按照（公共财政支出+政府性基金+隐性债务增幅）/GDP衡量，2019年为38%，2020年43%，2021年回到36%，2022年36%，**2023年考虑到预算收入和土地出让收入下降，如果假设地方隐性债务也控住增量，这一比例可以降至28%附近。**

图 财政支出占GDP比重（%）

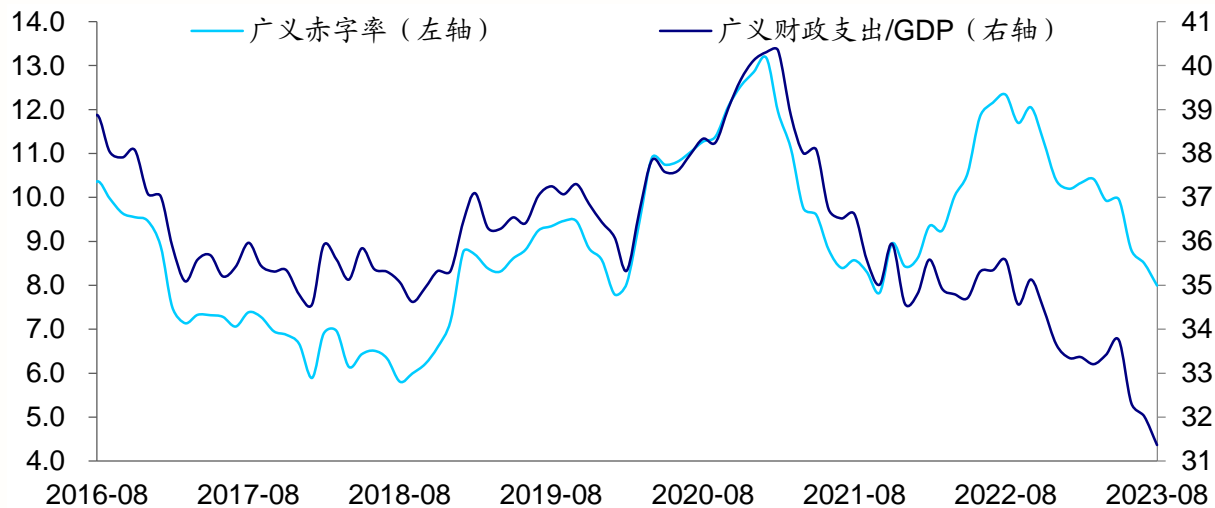


资料来源：Wind, HTI

## 财政积极：有助于支撑经济需求端

- 如果用公共财政支出+政府性基金支出+政策性银行债券净融资+PSL增量+城投债净融资+铁道债净融资，来代表广义财政，截至8月，广义财政支出占GDP比重从2020年底最高点时的40%到31%附近，广义赤字率从2022年最高点时的13.2%降到7%附近。

图 广义财政占GDP比重 (%)

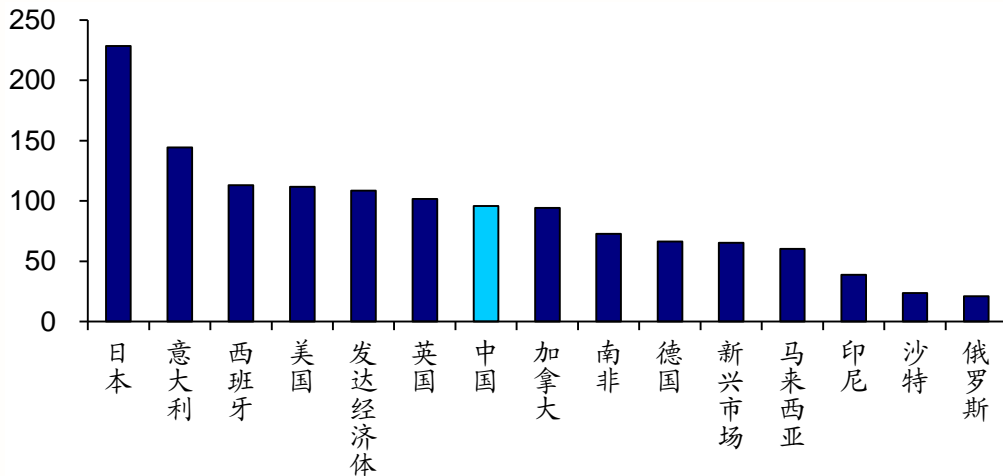


资料来源: Wind, HTI

## 我国财政总量：仍有空间

- BIS对全球主要国家的政府杠杆率进行了统计，对比来看，截至2022年，若将隐性债务规模考虑在内，我国的政府杠杆率虽然高于新兴市场平均水平，但是相比发达经济体政府杠杆率，我国财政总量仍有一定空间。

图 主要经济体政府杠杆率水平 (%)

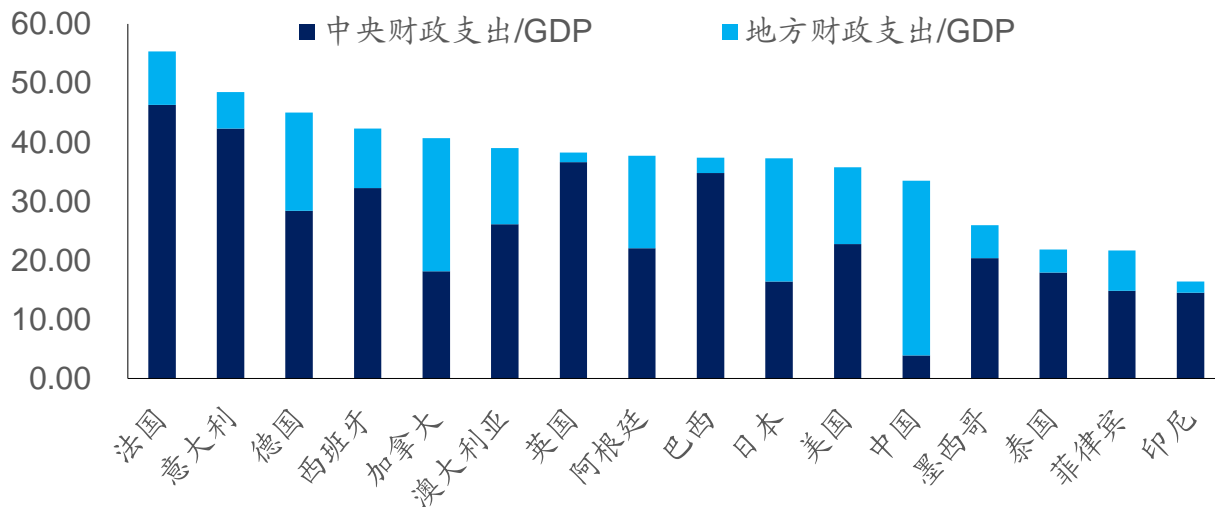


资料来源：Wind, BIS, 中国数据用广义政府杠杆率（改口径前），BIS数据截至2022年。HTI

## 关键要解决结构问题：央地的权责划分

- 我国地方支出比例较大，其他经济体地方支出占比相对较小。

图 中央和地方财政支出占GDP的比重 (%)

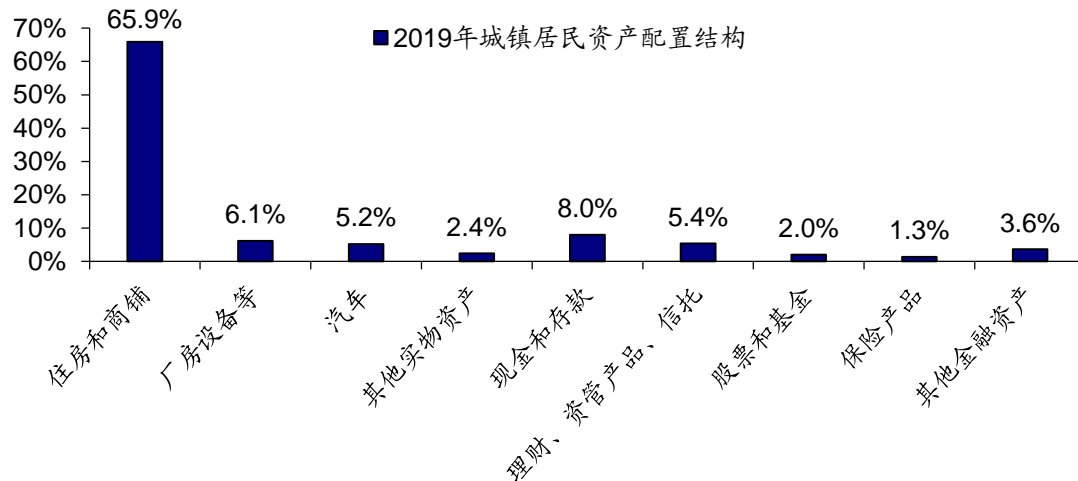


资料来源: Wind, HTI

## 提振信心也很重要：稳定房地产市场

- 去年12月，中央经济工作会议指出“要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作。”
- 根据央行2019年进行的调查，我国城镇居民配置比例最高的资产还是房地产，住房加上商铺配置比例达66%。我们认为，要提振居民信心，稳定房地产市场至关重要。

图 我国居民资产配置结构 (%)



资料来源：上观新闻，中国金融杂志，新华社，央行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组，《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，HTI

## 提振实体信心：稳定企业家信心和预期

- 7月政治局会议强调，要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境。要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题。要建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场。
- 去年12月中央经济工作会议中也指出，“坚持实事求是、尊重规律、系统观念、底线思维，把实践作为检验各项政策和工作成效的标准”；“坚持推动经济发展在法治轨道上运行，依法保护产权和知识产权，恪守契约精神，营造市场化、法治化、国际化一流营商环境”。



1. 经济的“转”：现状怎么样？
2. 政策的“转”：如何稳增长？
3. 海外的“转”：加息**VS**降息？

## 美国居民收入：增速仍在高位

- 截至8月，美国居民总收入同比增速4.8%，雇员报酬增速5.6%，居民财产性收入同比增速4.9%，仍然处于较高位，对需求端起到一定支撑作用。

图 美国居民收入同比增速(%)

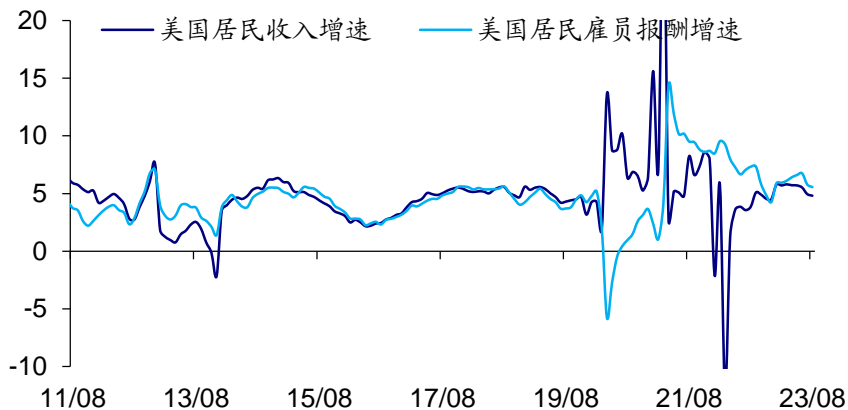
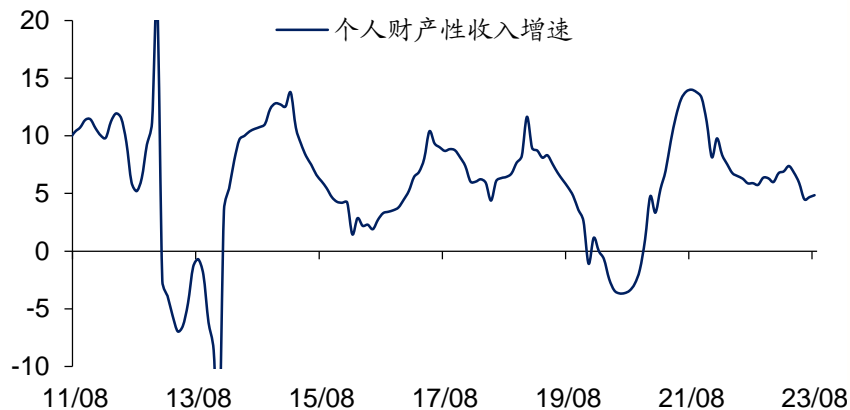


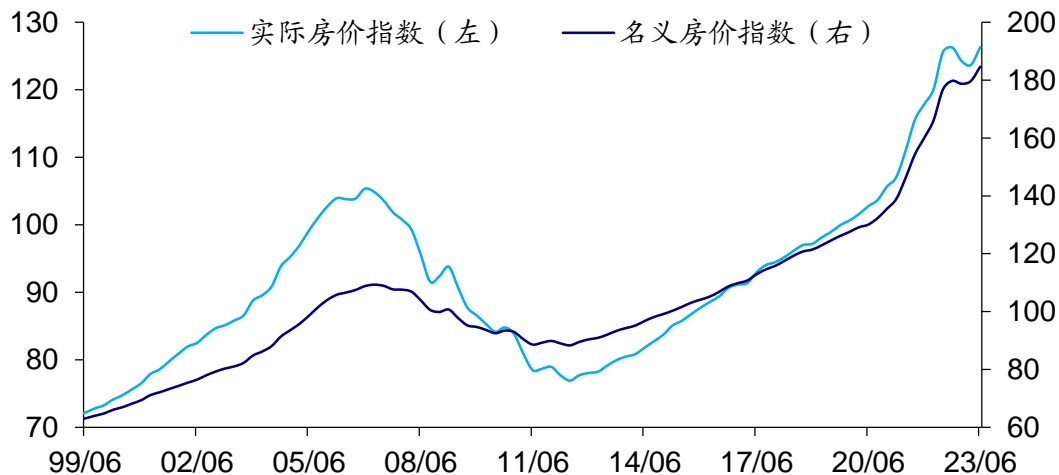
图 美国居民财产收入同比增速 (%)



## 美国房地产市场：回落后再回升

- 美国房地产价格从2022年下半年开始下行，但从2023年年初以来，价格再度回归回升通道。尽管成屋销售相对萎靡，但新屋销售已经逐步攀升。

图 美国房价指数走势



## 美国消费：商品再度回升

- 4月以来，美国居民消费增速有所回升，7月同比增速更是达到2.7%，8月仍在2.3%。
- 分结构来看，美国商品实际消费增速自3月开始回升，截至8月回升至2.2%；服务消费实际增速也自5月开始回升，截至8月达到2.4%。

图 美国消费增速边际回升 (%)

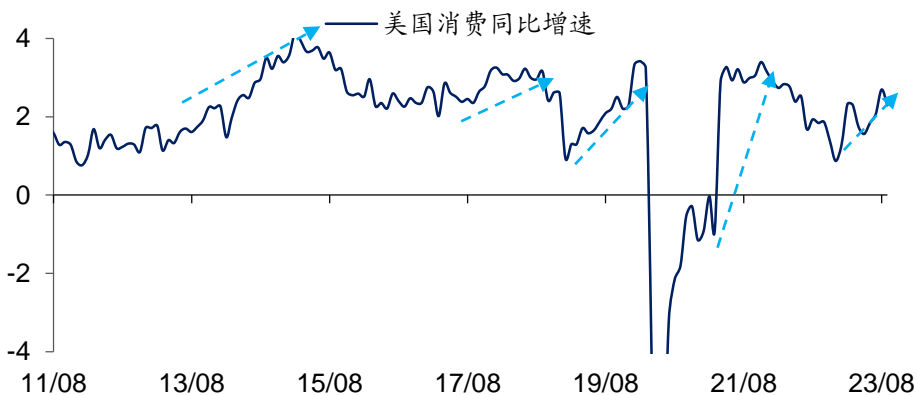
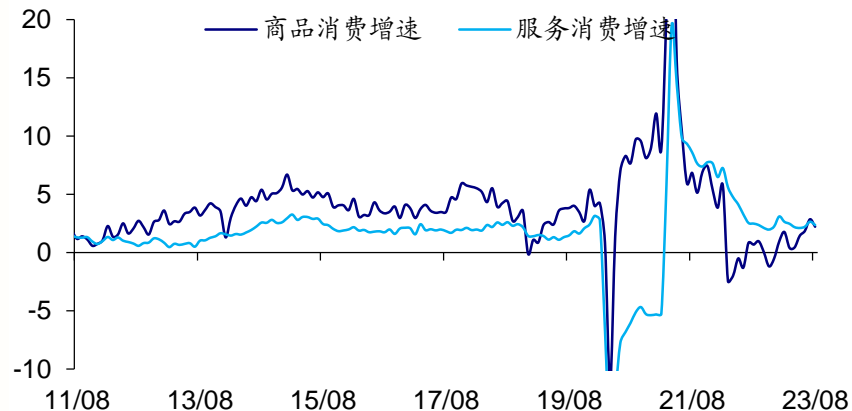


图 美国商品消费和服务消费增速 (%)



## 美国劳动力市场仍偏紧张

- 截至9月，美国失业率为3.8%，仍在历史低位；劳动力参与率62.8%，相比疫情之前（2019年12月）的63.3%已经差距不远。
- 此外，当前美国职位空缺数和失业人数之比仍在1.5附近，也在历史高位。劳动时薪同比增速仍在4.2%，周薪同比增速也高达3.6%。

图 美国失业率和劳动力参与率 (%)

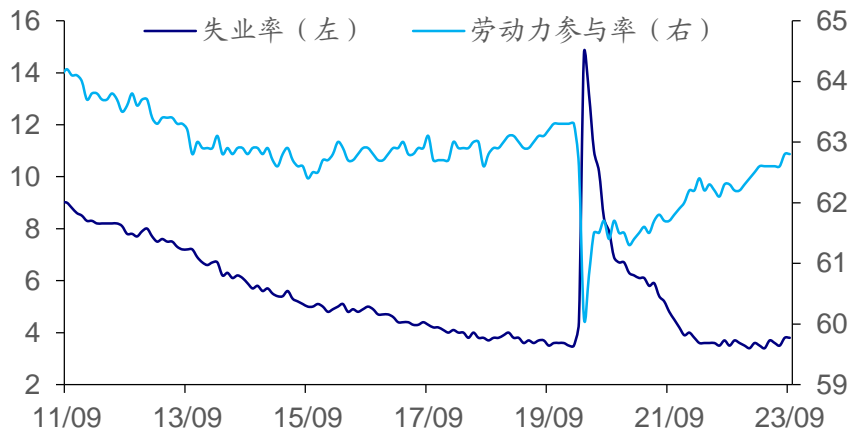


图 美国职位空缺数和失业人数之比



## 通胀已被“控制”，但实际利率大幅抬升

- 4月以来，美国通胀数据快速回落，核心PCE环比折年率（3个月平均）从5%以上，快速回落至当前2.2%附近。所以近几个月美国长期通胀预期保持了稳定，而名义利率却大幅抬升，最主要的是美国实际利率的大幅抬升。当前的实际利率已经大幅高于疫情之前的水平，疫情之前不到1%，当前已经达到2%以上。
- 有部分模型得出结论（例如Lubik-Matthes自然利率），考虑到人口结构、财政赤字、贸易赤字等问题，r-star在疫情后是提升的。

图 美国通胀高位回落 (%)

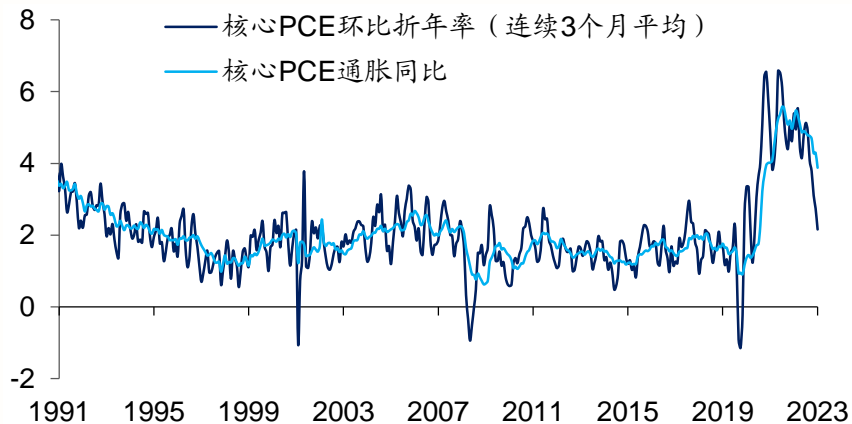
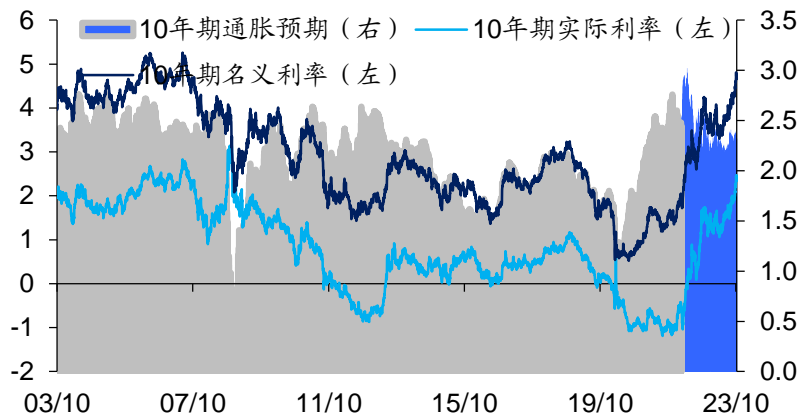


图 美国通胀预期、名义和实际利率的变化 (%)



## 自然利率大幅抬升了吗？可能没那么多

- 美债利率大幅上行，主要来自实际利率上行，那么美国自然利率抬升了吗？可能没那么多。
- 当然Lubik与Matthes计算出美国自然利率抬升了，主要是因为人口结构、财政赤字、贸易赤字等问题。但是否抬升了那么多，这个还需要观察。
- 如果自然利率没有大幅抬升，那么当前的实际利率抬升可能是阶段性的，美债利率或重新趋于下行。

图 LW方法估计的美国自然利率和潜在增速(%)

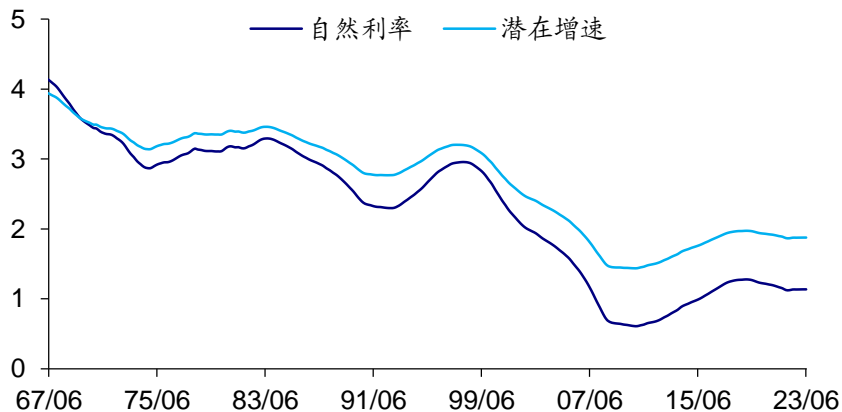
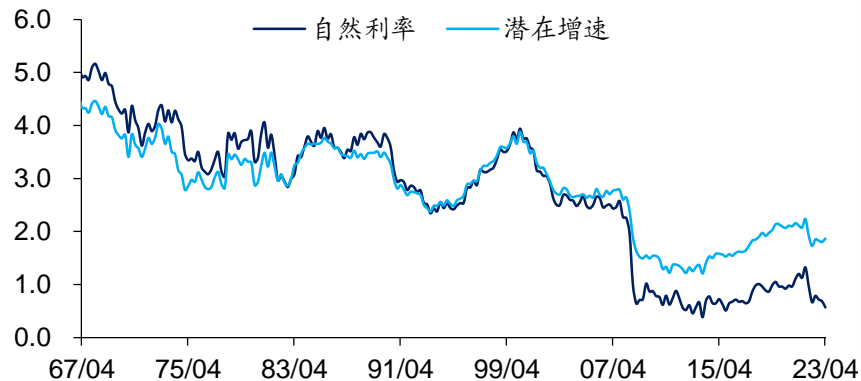


图 HLW方法估计的美国自然利率和潜在增速 (%)



## 美联储政策：转入观望期

- 截至10月6日，从期货市场数据来看，市场预期联邦基金利率在未来几个月内高位稳定，再度加息概率较低。不过市场预期，明年6月大概率开始小幅降息。

图 市场对联邦基金利率的预期概率 (%)

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.9%	27.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.6%	36.7%	5.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	56.7%	35.5%	5.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.2%	52.5%	29.5%	4.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.1%	27.3%	44.2%	20.4%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	14.9%	34.8%	33.7%	12.6%	1.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.1%	25.6%	34.2%	22.4%	6.7%	0.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%
2024/11/7	0.0%	0.4%	3.2%	12.0%	24.4%	29.0%	20.6%	8.5%	1.8%	0.2%
2024/12/18	0.2%	2.1%	8.7%	19.7%	27.2%	23.8%	13.1%	4.3%	0.8%	0.1%



## 欧洲经济：增速仍低，边际略改善

- 2022年下半年以来，欧元区经济逐步回落，尤其是制造业经济，批发零售的消费数据也高位回落。不过近两月欧元区经济数据暂时稳定。

图 欧元区经济仍然偏弱 (%)

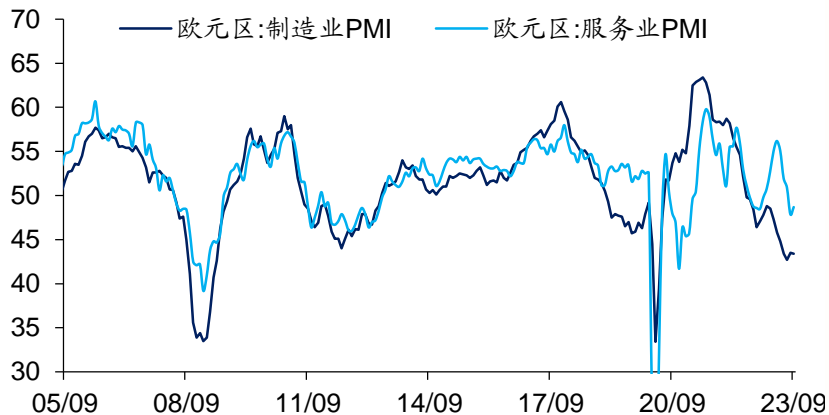
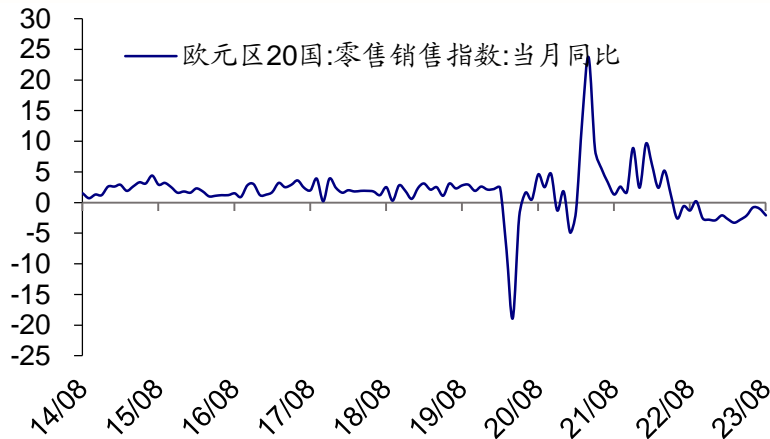


图 欧元区消费增速 (%)



## 欧央行政策：加息或近尾声

- 当前欧洲经济不断走弱，通胀也逐步走低，当前欧央行政策利率已经提升至4.5%，加息或已经接近尾声。

图 欧元区通胀高位回落 (%)

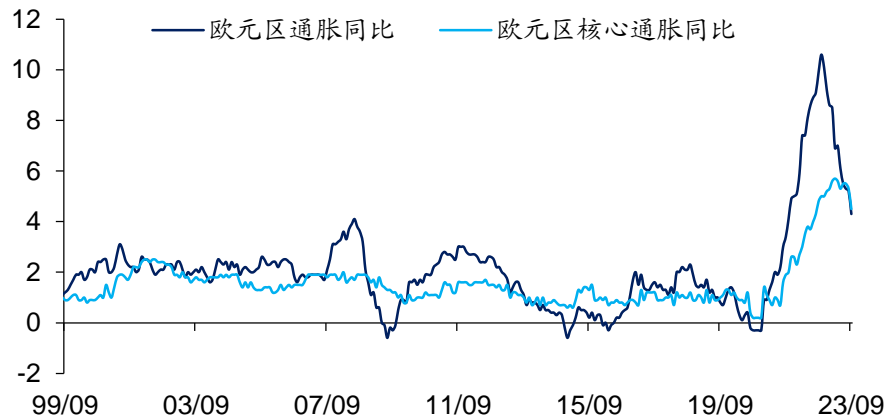
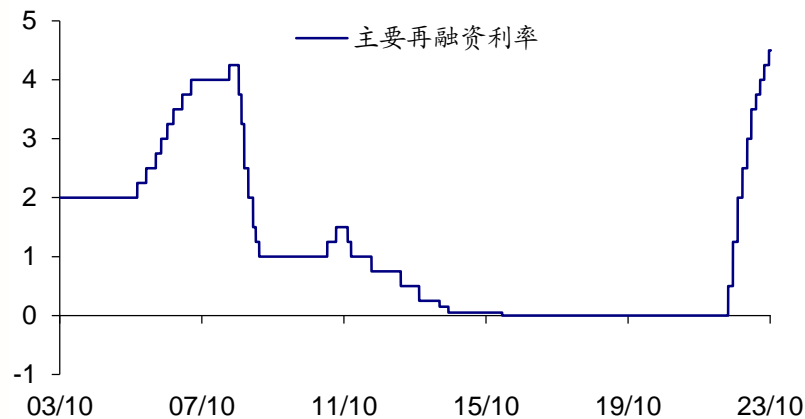


图 欧央行政策利率 (%)



## 日本经济：保持相对稳定

- 截至2季度，日本实际GDP同比增速1.7%，环比折年增速达到4.8%，为2020年4季度以来高点。
- 其中，2季度消费贡献有所下降，但净出口仍有较强支撑。

图 日本实际GDP同比和环比折年增速 (%)

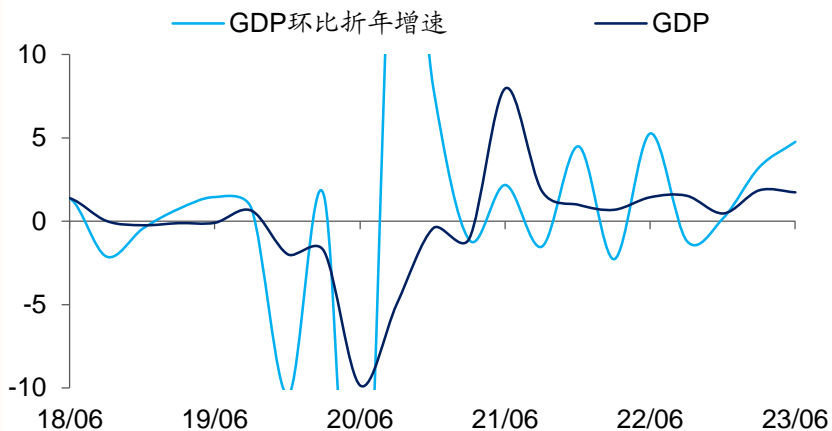
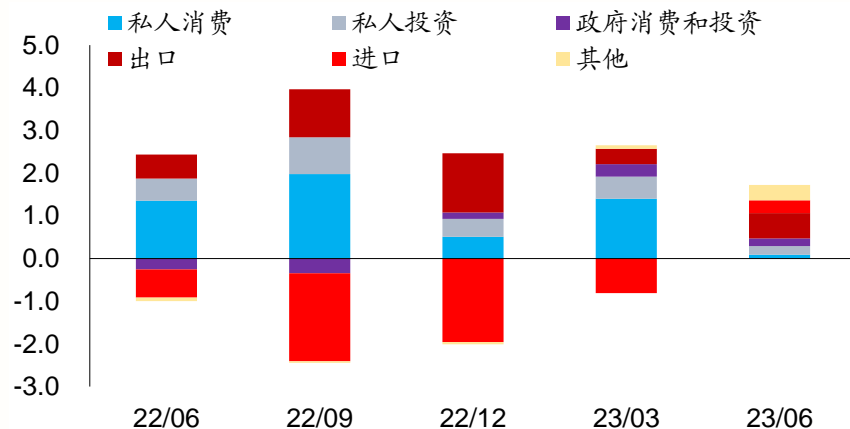


图 日本实际GDP增速拆解 (%)



## 日本通胀压力：仍然偏大

- 截至8月，日本CPI同比3.2%，剔除新鲜食品和能源后的CPI同比4.3%，连续4个月处于4%以上，处于近40年来高位。
- 从环比折年增速看，8月剔除新鲜食品后的CPI增速为3.4%，剔除新鲜食品和能源后的CPI增速为3.9%，整体来看，日本通胀压力边际上并没有明显减小。

图 日本CPI同比 (%)

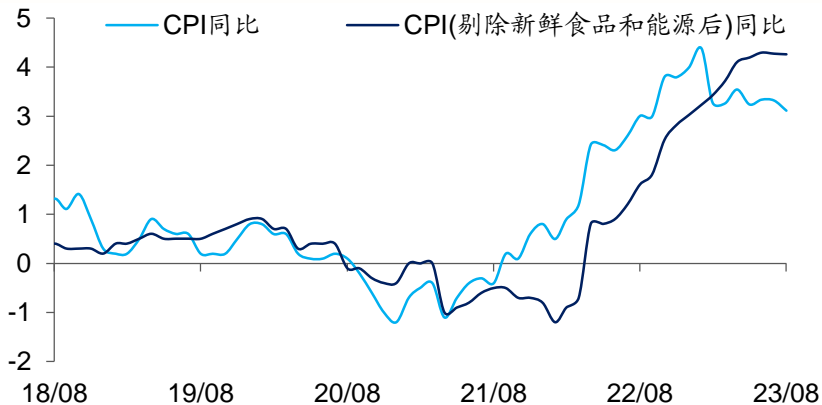
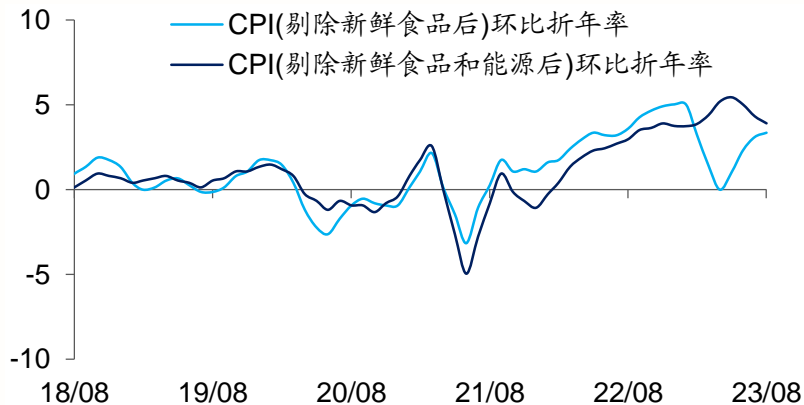


图 日本通胀边际变化 (%)



## 日本就业稳定，但工资收入增速下降

- 截至8月，日本失业率为2.7%，较年初有所上升，仍在历史相对低位区间，显示就业市场仍然稳定。
- 不过，近三个月日本居民现金工资收入同比平均增速为1.5%，这和3%以上的整体通胀、4%以上的核心通胀（剔除食品和能源）相比，仍然偏低。

图 日本失业率走势 (%)

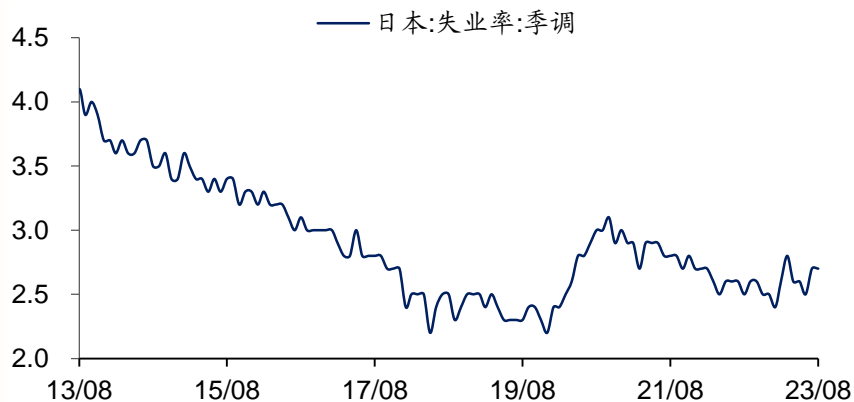
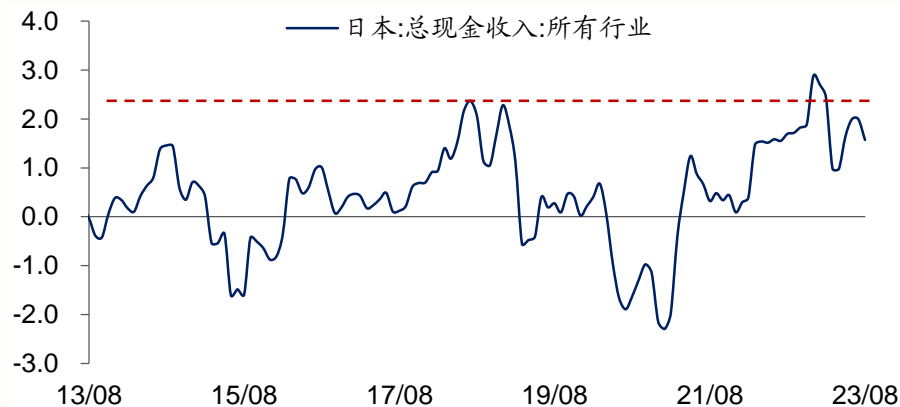


图 日本工资收入同比增速 (%)



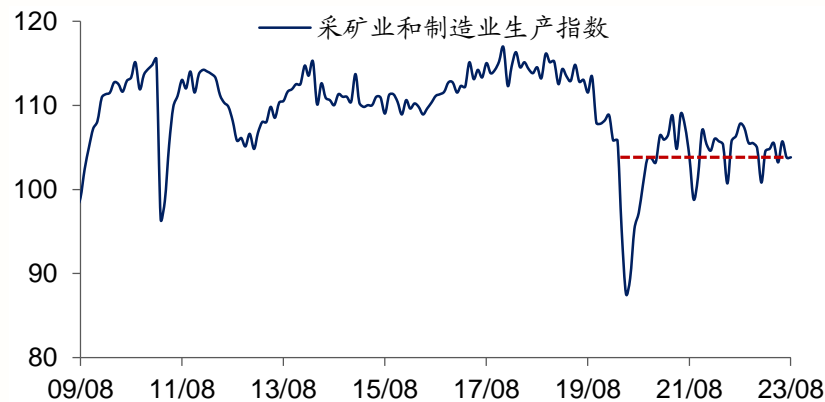
## 消费有所回落，生产暂时稳定

- 截至8月，日本两人及以上家庭实际消费增速-2.5%，自去年11月以来，增速持续处于负区间。日本工资涨幅已经明显落后于通胀增速，高通胀对消费实际增速有所压制。
- 不过，目前制造业生产保持相对稳定，出口仍在高位运行。

图 日本居民消费实际增速 (%)



图 日本工业生产指数 (季调后)



## 日本央行：货币政策可能转向

- 日本央行2016年9月引入YCC时，10年期国债利率调控范围为 $\pm 0.1\%$ ，2018年6月调整为 $\pm 0.2\%$ ，2021年3月调整为 $\pm 0.25\%$ ，2022年12月调整为 $\pm 0.5\%$ ，2023年7月再度放宽了波动区间。
- 日元对美元汇率再度贬值至150附近，而一旦日本央行迫于通胀压力调整货币政策，日元或重回升值通道。
- 风险提示：**我国稳增长政策不及预期，美国经济超预期，美联储货币政策超预期。

图 日本国债利率走势(%)

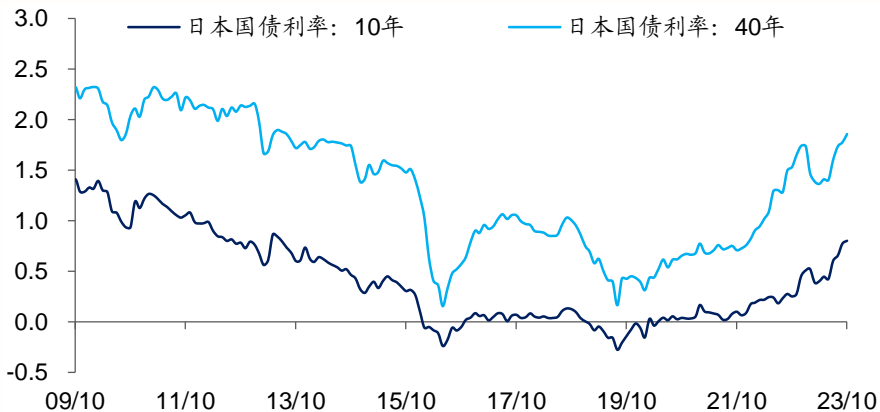
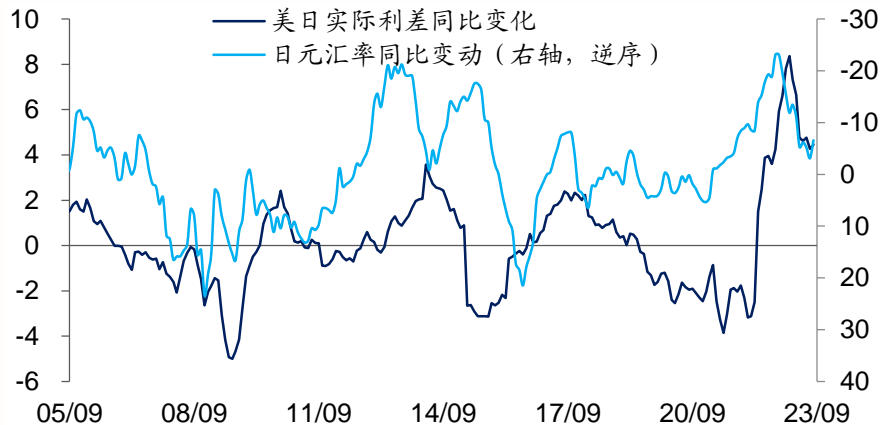


图 日元汇率变化 (%)



## APPENDIX 2

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL分析师认证Analyst Certification:

我，梁中华，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Zhonghua Liang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Amber Zhou，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Amber Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.



# APPENDIX 2

## 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)..

## APPENDIX 2

### 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.

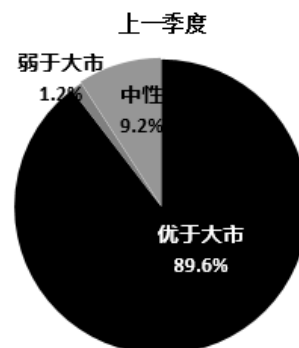
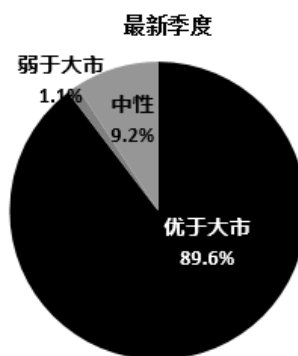
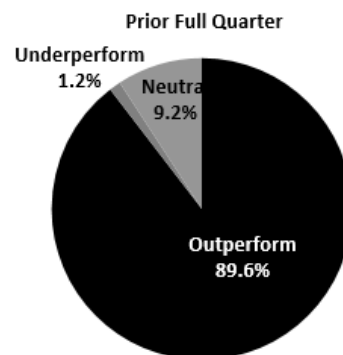
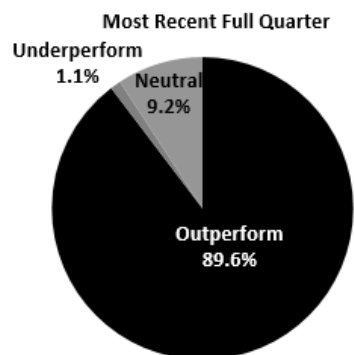
**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**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.**

# APPENDIX 2

## 评级分布 Rating Distribution



## APPENDIX 2

### 截至2023年6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	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

### 此前的评级系统定义（直至2020年6月30日）：

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

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

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

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

### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

## APPENDIX 2

**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.

## APPENDIX 2

**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.

## APPENDIX 2

### 重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

## APPENDIX 2

### 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.



## APPENDIX 2

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

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

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

## APPENDIX 2

### 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

## APPENDIX 2

### 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:

## APPENDIX 2

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

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

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

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[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

## APPENDIX 2

**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”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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。

## APPENDIX 2

**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:

## APPENDIX 2

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 Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited  
SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

## APPENDIX 2

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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