

2024 年：关注四大宏观变量

Yugen Xun
yugen.xun@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

投资要点:

- **核心结论:** 2023 年我国经济增长目标顺利实现, 展望 2024 年, 宏观层面需继续关注四大变量: 房地产、新质生产力、货币和财政政策的总量规模、美联储货币政策。尽管房地产经济多项指标已经降至较低水平, 但房地产在居民财富存量、广义财政、金融机构资产存量中占比仍然较大, 所以房地产经济的走势及其带来的金融周期波动, 仍然会很大程度上影响 2024 年的宏观经济。在这样的背景下, 经济新旧动能转换就显得尤其重要, 而新质生产力是经济发展新动能的重要方面, 2024 年需要继续关注新质生产力相关的政策及影响。从总量角度看, 货币和财政等总量的宏观政策, 对于总量经济的增长、尤其是总需求的提振, 起到至关重要的作用。海外政策方面, 我们需要继续关注美联储货币政策的边际变化, 过去两年的美元流动性紧缩, 对全球经济、政策、大类资产都产生了重要影响, 2024 年如果美联储货币政策转向降息, 我国的汇率、利率和流动性环境均有望进一步改善。
- **风险提示:** 海外货币政策调整超预期, 国内经济修复不及预期。

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

目录

1. 房地产：关注债务化解问题.....	4
2. 新质生产力：未来可期.....	6
3. 政策：关注总量的力度.....	8
4. 美联储政策：关注降息节奏.....	10

图目录

图 1	70 大中城市二手房住宅价格指数.....	4
图 2	我国商品房销售（当月同比，%）.....	4
图 3	我国地产新开工和竣工面积（当月同比，%）.....	5
图 4	我国房地产开发投资完成额（万亿元）.....	5
图 5	海外和中国地产销售走势（房价最高时该指标=100）.....	5
图 6	2022 年政策性银行贷款和专项债支持棚改旧改和保障性住房（亿元）.....	6
图 7	2008 年以来我国资本回报率与增长中枢明显回落（%）.....	7
图 8	新质生产力主要包括战略新兴产业和未来产业.....	7
图 9	成功跨越中等收入陷阱国家与地区高科技产业占比均有所提升.....	7
图 10	新质生产力在经济中的占比逐渐提升.....	8
图 11	国产新能源品牌市占率逐渐提高.....	8
图 12	人工智能技术有望对实体经济拉动显著.....	8
图 13	新增人民币信贷规模（亿元）.....	9
图 14	抵押补充贷款（PSL）投放情况.....	9
图 15	各月新增地方专项债规模（亿元）.....	10
图 16	财政两本账的支出与 GDP 的比重（%）.....	10
图 17	美国新增非农就业人数（万人）.....	11
图 18	美国标准普尔/CS 房价指数（%）.....	11
图 19	美国 ISM 制造业与服务业 PMI.....	11
图 20	亚特兰大联储经济增速实时估计（%）.....	11
图 21	美国 CPI 主要分项的贡献（%）.....	12
图 22	市场预期美联储加息概率（%）.....	12

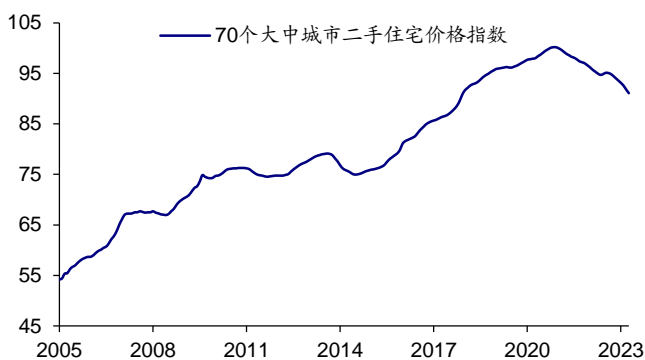
2023 年我国经济增长目标顺利实现，展望 2024 年，宏观层面需要继续关注四大变量：**房地产、新质生产力、货币和财政政策的总量规模、美联储货币政策**。尽管房地产经济多项指标已经降至较低水平，但房地产在居民财富存量、广义财政、金融机构资产存量中占比仍然较大，所以房地产经济的走势及其带来的金融周期波动，仍然会很大程度上影响 2024 年的宏观经济。在这样的背景下，经济新旧动能转换就显得尤其重要，而新质生产力是经济发展新动能的重要方面，2024 年需要继续关注新质生产力相关的政策及影响。从总量角度看，货币和财政等总量的宏观政策，对于总量经济的增长、尤其是总需求的提振，起到至关重要的作用。海外政策方面，我们需要继续关注美联储货币政策的边际变化，过去两年的美元流动性紧缩，对全球经济、政策、大类资产都产生了重要影响，2024 年如果美联储货币政策转向降息，我国的汇率、利率和流动性环境均有望进一步改善。

1. 房地产：关注债务化解问题

地产是我国宏观经济中重要的组成部分，我国地产未来走势依然是今年宏观经济的重要影响变量。

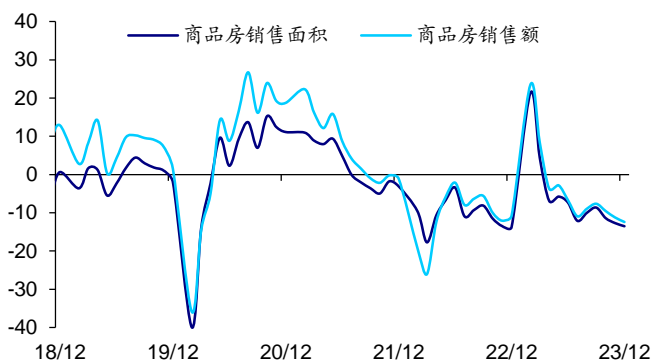
我国当前房地产现状如何？从销售来看，新房销售仍在调整。自 2023 年以来，全国房地产政策在陆续优化调整，不过当前新房销售仍在相对低位。截至 2023 年，我国商品房销售面积同比跌幅收窄至 8.5%（2022 年为-24.3%），销售额跌幅则收窄至 6.5%。相对 2021 年高点，2023 年全年商品房销售面积和住宅销售面积分别下跌了 37.7%和 39.4%。

图1 70 大中城市二手房住宅价格指数



资料来源：WIND，HTI

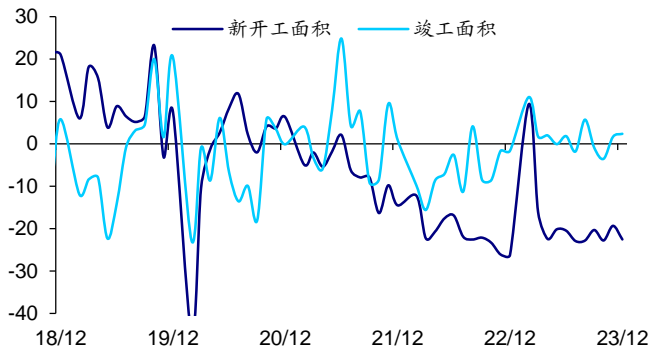
图2 我国商品房销售（当月同比，%）



资料来源：WIND，HTI

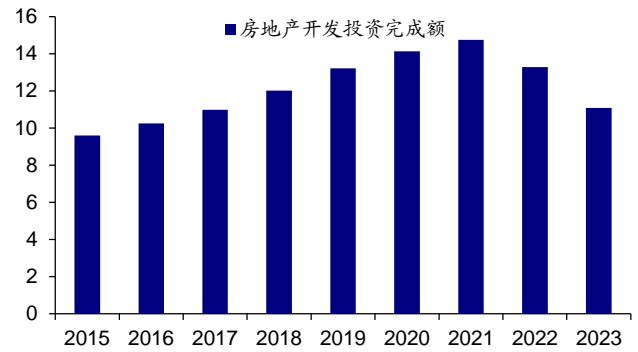
从新开工来看，截至 2023 年，我国房屋新开工面积同比跌幅收窄至 20.4%，相比 2021 年高点，则下跌了 52.0%，地产新开工的跌幅仍大。从地产投资来看，截至 2023 年，我国房地产开发投资完成额下跌 9.6%，也较 2022 年有所收窄（下跌 10.0%）；相比 2021 年高点则下跌 24.9%，好于销售和新开工。

图3 我国地产新开工和竣工面积（当月同比，%）



资料来源：WIND, HTI

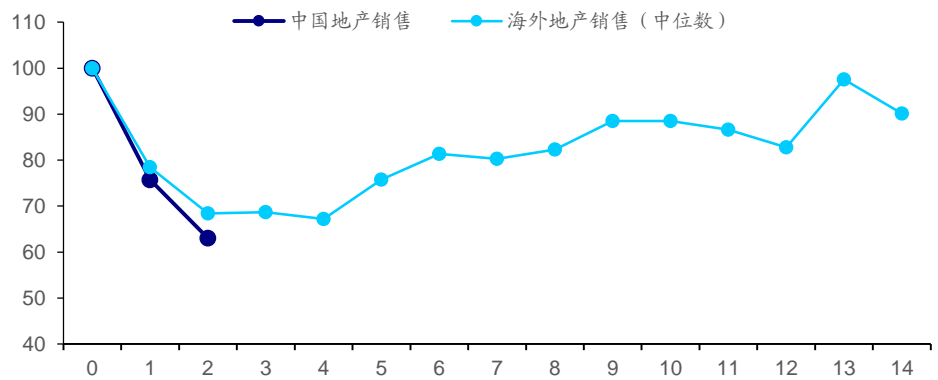
图4 我国房地产开发投资完成额（万亿元）



资料来源：WIND, HTI

参考海外经验，我国目前地产销售、开工和投资存在超跌情形。我们以 2021 年为中国地产下行周期的起点，对比发现，目前我国地产销售和 investment 数据的走势符合海外经济体地产下行周期的规律，而新开工则存在超跌的情况。

图5 海外和中国地产销售走势（房价最高时该指标=100）

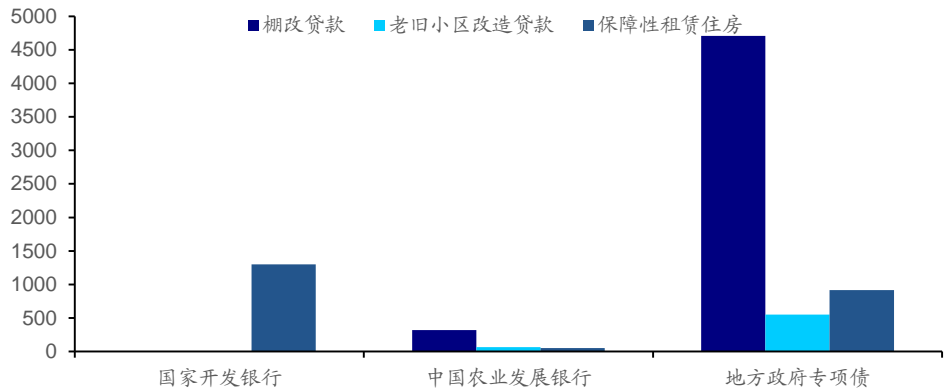


资料来源：Wind, HTI 测算。横坐标为距房价最高年份的年数

下一阶段，影响地产销售复苏的关键因素或是二手房供应和城中村改造力度。一方面，二手房供给增加或是大势所趋，其或对新房销售有一定挤压，而且我国房屋折旧速度较慢，二手房数量相对更多。另一方面，目前正在逐步推进的城中村改造，能够创造新增的“村民”买房需求，但其体量大小取决于政策力度。所以影响我国地产投资复苏的关键因素，是销售端的修复水平、房企的拿地和扩张意愿以及城中村改造的拆迁和重建进度和规模等。不过，从资金来源看，地方财政或难以完全支持部分城市城中村改造，后续需要政策性银行和专项债支持。

房地产经济维持在低位，在 2024 年我们需要关注房地产经济相关的债务问题，这其中包括房地产开发商和产业链相关的债务问题，居民和中小企业以房产抵押的贷款，以及地方政府土地财政回落带来的平台债务压力。

图6 2022年政策性银行贷款和专项债支持棚改旧改和保障性住房（亿元）



资料来源：WIND，HTI

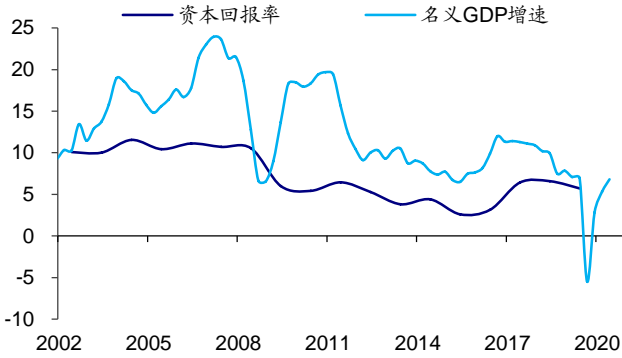
2. 新质生产力：未来可期

房地产经济面临压力，宏观经济新旧动能转换，我们也需要关注经济新动能的增长变化。借鉴发达国家经验，高质量发展的关键是产业结构升级，培育技术密集型新质生产力。我国新质生产力的发展也是 2024 年宏观经济的重要影响变量。

当前我国经济发展亟需通过产业转型升级提供增长新动能。改革开放以来，我国经济持续高速增长，产业结构也实现了由劳动密集型向资本密集型的升级。但当经济发展达到一定阶段后，资本驱动模式则难以继续支撑经济的高速增长。大量的资本投入必然会面临资本回报率回落、边际产出下降、产能过剩等问题，使得同样规模的资本投入对经济增长的拉动作用逐渐削弱。例如，2008 年以来，我国资本回报率中枢出现明显的回落。2010 年之后，我国经济进入“新常态”，增长中枢也逐渐下滑，反映出依靠资本投入驱动的粗放型发展模式，或已经难以满足新时代下我国经济高质量发展的要求。

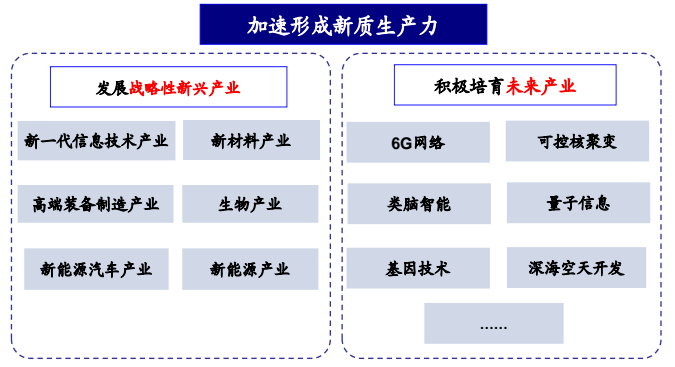
从海外经验来看，科技创新推动的产业结构升级是发展中国家跨越“中等收入陷阱”的关键。1960 年到 2008 年间，全球 101 个中等收入经济体中仅有 13 个国家和地区跨越了“中等收入陷阱”。对于实现从中等收入向高收入跨越的国家和地区而言，其高新技术产业占制造业比重均有一定程度的提高。例如，韩国和日本在步入中等收入阶段后，均成功培育了半导体、汽车、通讯等新兴高科技产业，美国也曾依靠科技创新摆脱了 1970 年代的滞胀困境。因此，我国需要培育高科技含量的战略新兴产业来加快形成新质生产力，为经济发展提供新动能。根据国家统计局对于战略性新兴产业的定义，这包括新一代信息技术产业、高端装备制造业、新材料产业、生物产业、新能源汽车产业、新能源产业六大产业；未来产业主要包括 6G 网络、可控核聚变、类脑智能、量子信息、基因技术、深海空天开发等。

图7 2008年以来我国资本回报率与增长中枢明显回落(%)



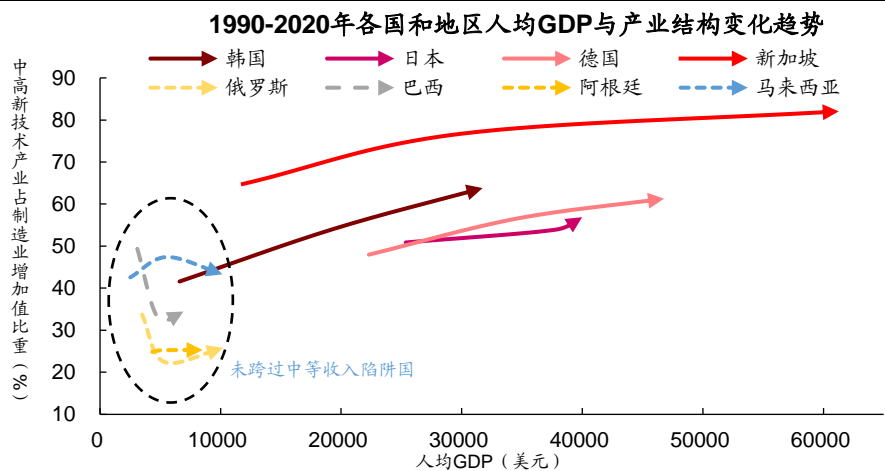
资料来源: Wind, HTI

图8 新质生产力主要包括战略新兴产业和未来产业



资料来源: 国家统计局, 中国政府网, 新华网, 北京日报, 新华社, HTI

图9 成功跨越中等收入陷阱国家与地区高科技产业占比均有所提升



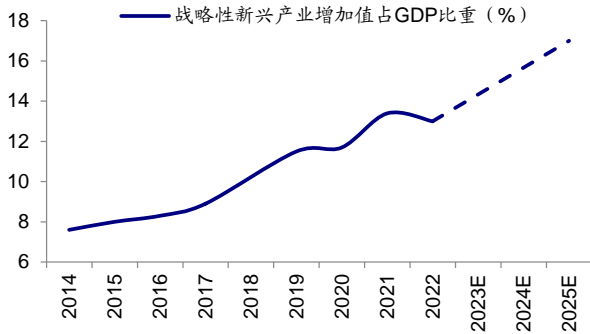
资料来源: Wind, 世界银行, HTI

我国新质生产力正在快速发展。近年来,我国科创能力明显提升,工程师红利也正在取代人口红利,政策方面也已经将科技自立自强作为国家发展的战略支撑,形成新质生产力的条件已逐步具备。部分新兴领域已获得了可观进步,例如,我国战略性新兴产业中新能源及新能源汽车产业正逐渐占据领跑地位,新一代信息技术、新材料、高端装备制造和生物医药产业也正处于逐渐成长的阶段。其中,政策支持叠加技术进步推动下,新一代信息技术产业中关键领域国产替代正提速,同时半导体周期回升叠加 AI 浪潮演绎也将进一步加速信息技术产业成长,成为我国新质生产力形成与发展的主阵地。

新兴产业对经济增长的贡献也在逐渐增强。从经济占比来看,我国战略性新兴产业占 GDP 比重从 2014 年的 7.6% 上升至 2022 年的 13% 以上,同时根据“十四五规划”中的目标,预计 25 年我国战略性新兴产业占 GDP 比重将上升至 17%。从工业生产来看,高技术制造业占工业增加值比重从 2012 年的 9.4% 逐渐上升至 2022 年的 15.5%,生产结构逐渐向高附加值环节升级。

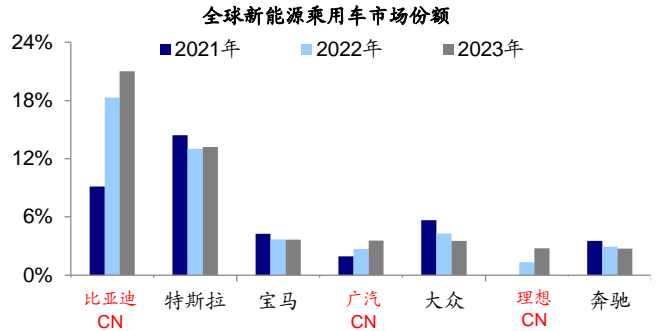
从出口来看,优势新兴产业成为支撑我国出口的新动能。2023 年,以新能源汽车、锂离子蓄电池和太阳能电池为代表的“新三样”产品共出口 1.06 万亿元,首次突破万亿元大关,同比增长高达 29.9%。此外,船舶、家用电器的出口分别增长 35.4% 和 9.9%。其中,新能源汽车出海势头强劲,根据腾讯网、汽车纵横网援引 CleanTechnica, 2023 年比亚迪在全球新能源乘用车市场中占据了 21.0% 的市场份额,连续 2 年位列全球第一。2023 年我国汽车整车出口 491 万辆,同比增长 57.9%,首次位居全球第一。其中,新能源汽车出口 120.3 万辆,同比增长 77.6%,是汽车出口强有力的引擎。

图10 新质生产力在经济中的占比逐渐提升



资料来源：人民日报，国家统计局，中国政府网，HTI 测算

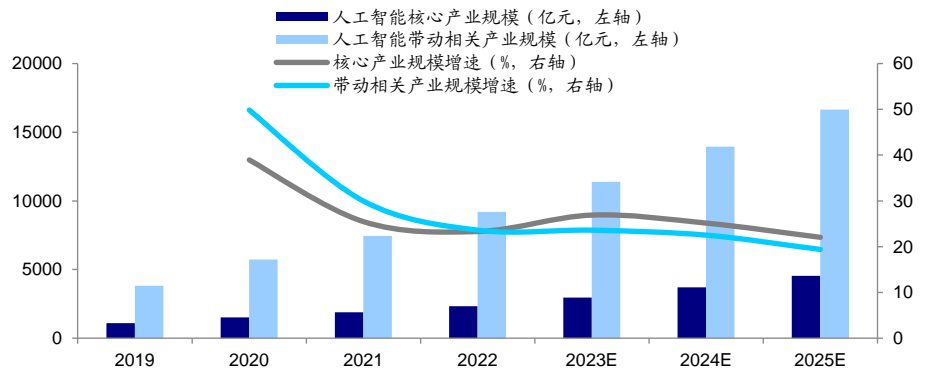
图11 国产新能源品牌市占率逐渐提高



资料来源：Clean Technica，腾讯网，汽车纵横，车家号，HTI

在政策的大力支持下，未来新质生产力将在我国经济发展中发挥更核心的带动作用。二十大报告明确指出，要坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，健全新型举国体制、突破关键核心技术。2023年3月党和国家机构改革提出组建中央科技委员会，强化中央对科技工作的统一领导，统筹推进国家创新体系建设和科技体制改革；并划转了科技部的管理类职责，更加重视基础研究的发展和科技成果的转化。在科技自立自强的国家战略发展思路下，越来越多的政策也将为发展新质生产力提供支持。例如，货币政策或将加强对科技贷款的支持，拓宽新兴战略性产业中企业的融资渠道、降低融资成本；财政政策则可与产业政策配合，为重点领域提供减税降费、财政补贴、资金支持政策优惠。

图12 人工智能技术有望对实体经济拉动显著



资料来源：华经产业研究院，HTI

3. 政策：关注总量的力度

我国经济要实现进一步的回升，要“稳中求进”，加强逆周期和跨周期调节。货币和财政政策发力的力度对于经济的提振至关重要，亦是2024年宏观经济的重要影响变量。

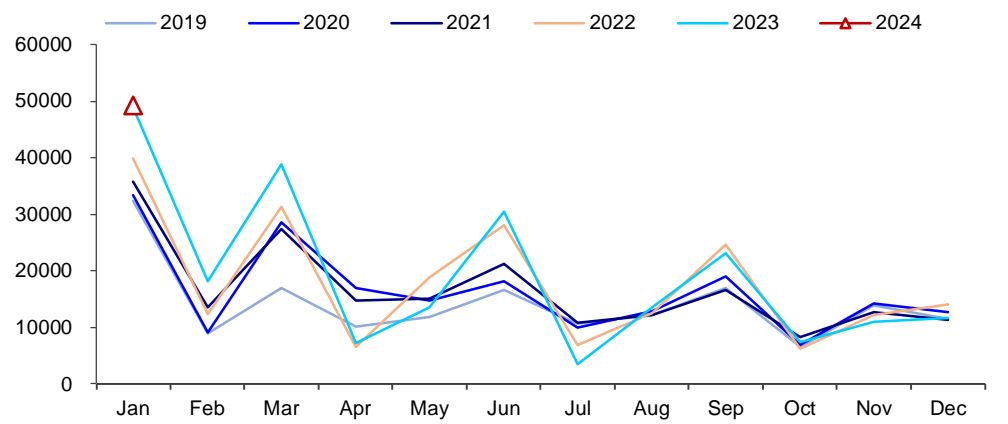
货币政策或稳健偏宽松。央行于2024年2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性1万亿元，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。接下来银行间资金利率有望回落到逆回购政策利率附近或者更低，资金面趋于宽松。同时，1月25日央行下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，从2%下调到1.75%，体现了货币政策继续发挥“定向”、“精准滴灌”的作用。

1月社融信贷实现了“开门红”，剔除去年基数影响，企业中长贷投放也不错，居民短贷边际改善。同时，2023年12月和2024年1月PSL的投放，在增加基础货币供给的同时，也能够撬动更多企业中长期贷款的投放，这意味着央行已在提前发力稳增长。

展望未来，政策利率或仍存调整空间。随着 2023 年年末国有大行和股份行宣布下调存款利率，金融机构负债端压力有所缓解，再考虑到实际融资成本还在高位（剔除通胀影响），我们预计政策利率仍有进一步调整的空间。

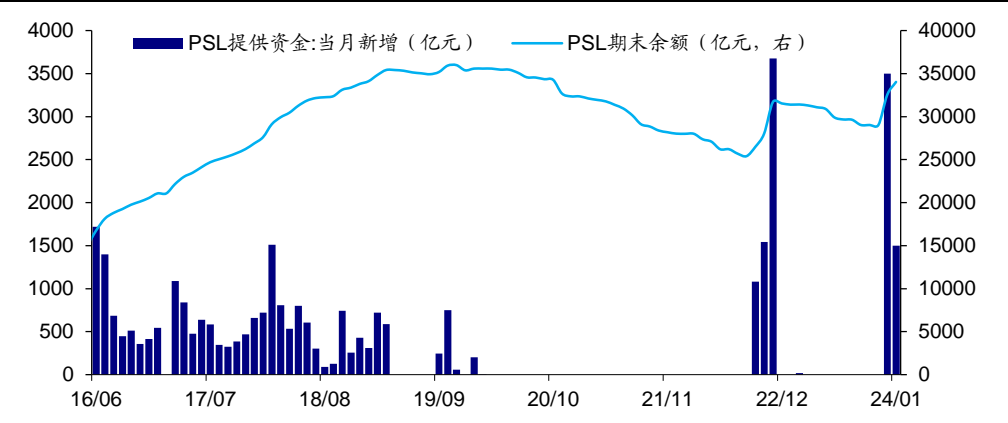
此外，对于融资内生动力的启动，可能还需要更多广义财政或产业政策的持续支持。财政、货币政策的配合有望更加密切，结构性货币政策工具或将继续发挥重要作用。

图13 新增人民币信贷规模（亿元）



资料来源：WIND，HTI

图14 抵押补充贷款（PSL）投放情况



资料来源：WIND，HTI

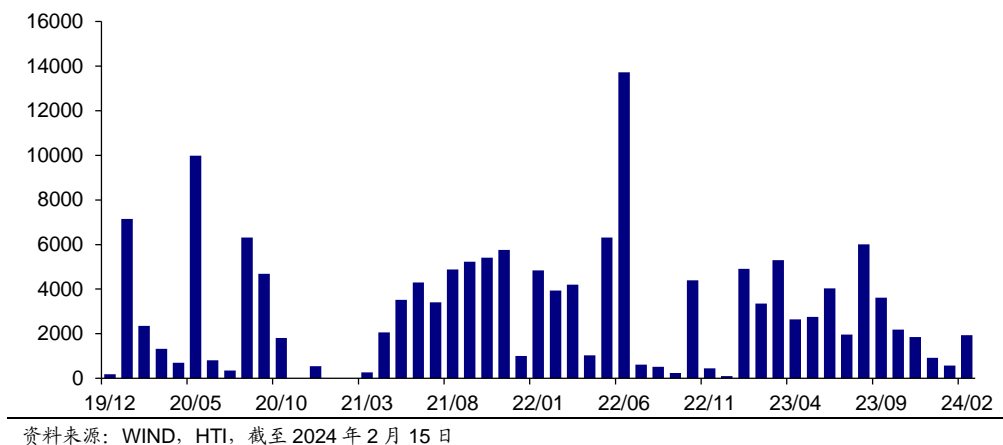
财政政策或承担更重要的角色。2023 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.4%，较 2022 年的 0.6% 明显扩大；全国一般公共预算支出同比增长 5.4%，较 2022 年的 6.1% 略有放缓。其中，城乡社区、交通运输、农林水支出增速延续不错表现，或与增发国债项目陆续下达，对基建类支出有所支撑有关。考虑到短期内需经济相对偏弱，财政政策或承担更加重要的角色。

2023 年 12 月中央经济工作会议已经指出，2024 年积极的财政政策要“适度加力、提质增效”，我们预计 2024 年赤字率和专项债额度或略微抬升，财政节奏将适当靠前。

对于“适度加力”，一方面，2 月 1 日，财政部表示，在全国人大审查批准的国债余额限额内，国债拟靠前安排发行，适当增加中央预算内投资规模等。今年 2 月以来，新增地方专项债规模明显增加。

另一方面，2023 年 12 月，财政部已经向各地提前下达了部分 2024 年的新增地方政府债务限额，支持重大项目建设。对于“提质增效”方面，在落实过紧日子要求、优化财政支出结构、强化绩效管理、严肃财经纪律、增强财政可持续性、强化政策协同这六个方面下功夫。同样的钱花出更大成效、实现更高效益。

图15 各月新增地方专项债规模（亿元）

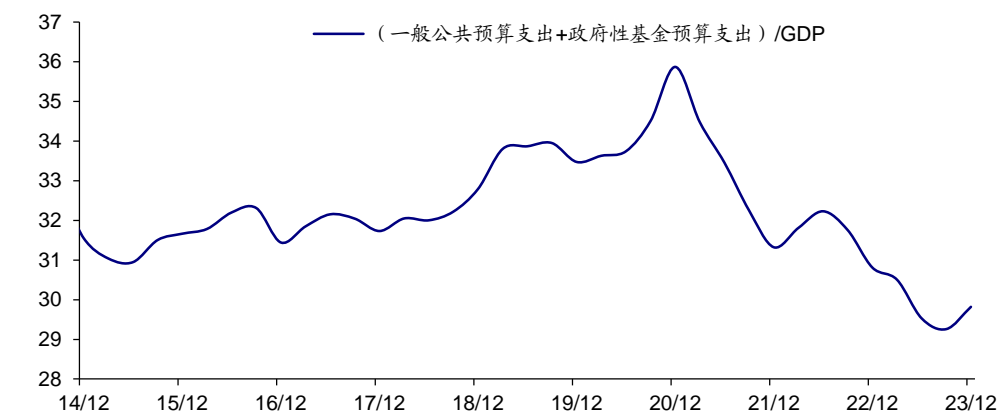


资料来源：WIND，HTI，截至 2024 年 2 月 15 日

需要提醒的是，考虑到地方增量隐性债务的压降，财政发力或更应观察广义财政整体规模的变化。以财政两本账的支出与 GDP 的比重衡量财政力度，今年我国财政力度仍有较大提升空间。根据我们的估算，即使把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，但仍明显低于发达经济体政府杠杆率。同时，我们认为，我国政府债务以本币债务为主，我国具有通过政府债务的短期增加来稳定实体经济需求端的实力。

进一步来看，2024 年新增专项债额度有望保持较高规模，资金的使用也会更加提质增效。央行货币政策或将加强与财政政策的协同配合，利用结构性货币政策工具支持财政政策发力。从 2023 年 12 月到 2024 年 1 月，抵押补充贷款（PSL）重启，净增 5000 亿元。并且，考虑到财政发力稳增长的信号较为明确，不排除把增加国债发行量作为储备政策。

图16 财政两本账的支出与 GDP 的比重（%）



资料来源：WIND，HTI

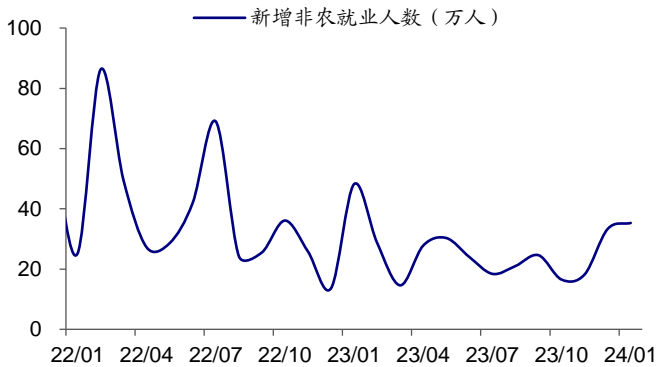
4. 美联储政策：关注降息节奏

美联储货币政策决定了外部流动性环境，美联储货币政策的变化依然给汇率和利率带来干扰，同样也是今年宏观经济的重要影响变量。

美国短期经济暂时稳定。从就业来看，1 月美国新增非农就业人数为 35.3 万人，为 2023 年 1 月以来高点；其中服务业仍是新增就业的主要贡献，尤其教育和保健业对新增就业的贡献最大。1 月美国失业率为 3.7%，已经连续 3 个持平，整体仍处于历史相对低位。从房价来看，2023 年 11 月美国标准普尔/CS20 个大中城市房价指数同比增长 5.5%，较 10 月上升 0.5 个百分点，在高利率的背景下，美国房价已经连续 5 个月回升。

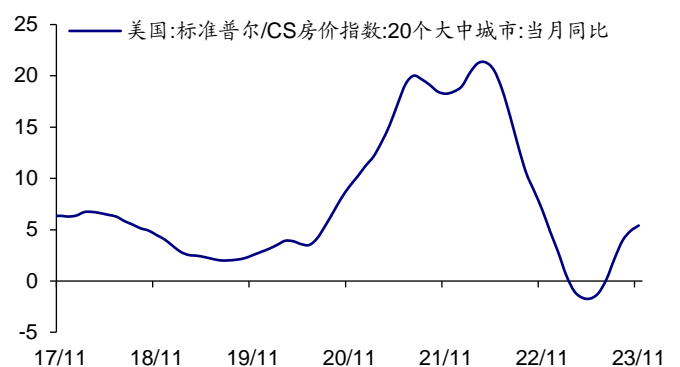
从景气来看，1月美国 ISM 制造业 PMI 指数回升至 49.1，为 2022 年 10 月以来高点；ISM 非制造业 PMI 指数回升至 53.4，为 2023 年 9 月以来高点。从高频数据来看，截至 2 月 15 日，亚特兰大联储 GDP Now 模型对美国 1 季度 GDP 环比折年率的估计为 2.9%。

图17 美国新增非农就业人数（万人）



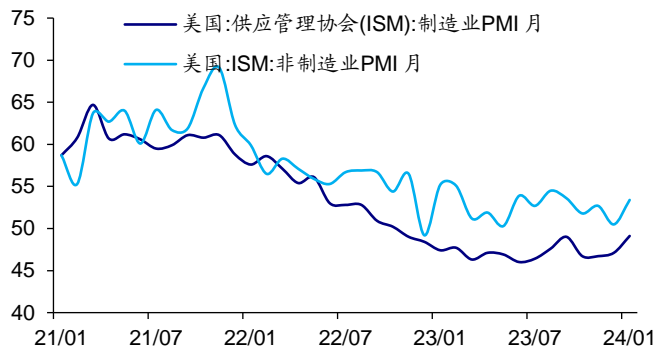
资料来源：Wind, HTI

图18 美国标准普尔/CS 房价指数（%）



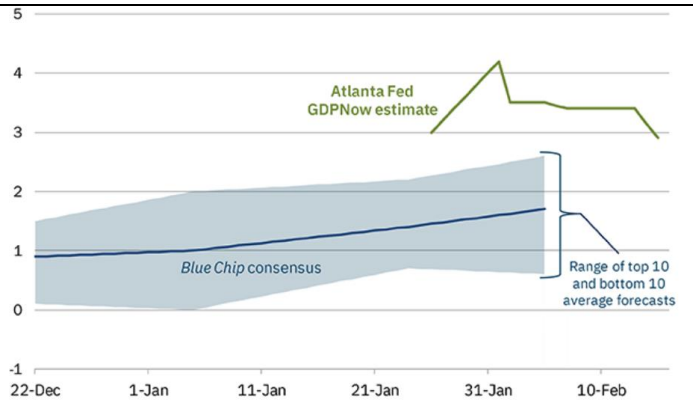
资料来源：Wind, HTI

图19 美国 ISM 制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind, HTI

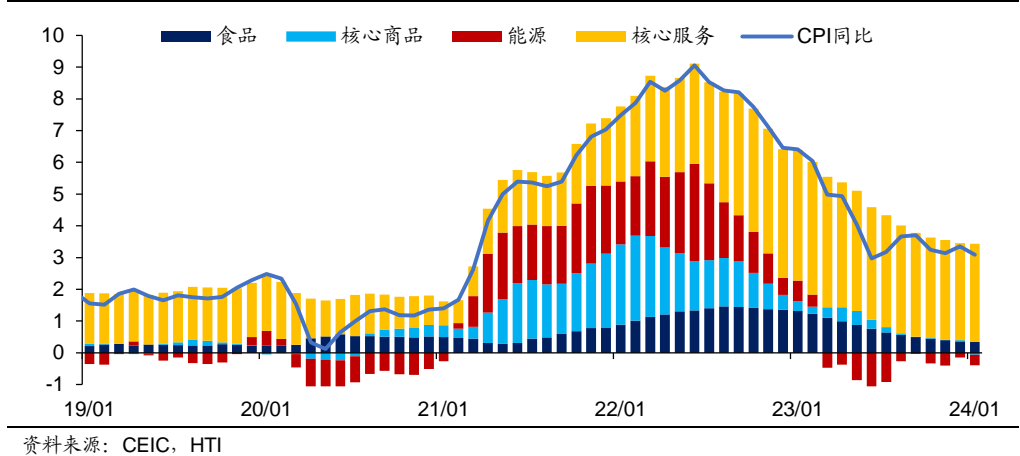
图20 亚特兰大联储经济增速实时估计（%）



资料来源：Federal Reserve Bank of Atlanta, HTI

美国核心通胀下行受阻。1月美国 CPI 同比为 3.1%，较上一月下行了 0.3 个百分点；核心 CPI 同比为 3.9%，较上一月持平。不过，核心 CPI 季调环比回升至 0.4%，为 2023 年 5 月以来高点。尤其是，1 月核心 CPI 季调环比折年率也回升至 4.8%，为 2023 年 4 月以来高点。**从结构来看**，核心通胀下行受阻的根源在于核心服务，尤其是租金通胀压力仍大。此外，核心服务通胀权重明显上调，核心商品权重明显下调，也有一定影响。

图21 美国 CPI 主要分项的贡献 (%)



在经济暂时稳定以及核心通胀下行遇阻的背景下，市场对于美联储的降息预期有所降温。根据 CME 观察显示，截至 2 月 15 日，市场预期美联储大概率将在 6 月降息，相比通胀数据公布前有所延后（之前预期首次降息为 5 月）；并且，预期 2024 年有 4 次左右的降息可能，相比通胀数据公布前也有所减少（之前预期年内降息 6 次）。

受此影响，美元指数表现偏强，美元指数自 2023 年底以来持续上行，在 2 月 5 日再度站上 104；美债利率也再度回升，截止 2 月 15 日，美国 10 年期国债名义利率为 4.24%，仍处于相对高位。截止 2 月 9 日，中美 10 年期国债利差依然处于 1.56% 的相对高位。

因而，在美联储货币政策明显转向宽松之前，美元指数或保持相对高位，美债利率也在高位波动。但如果美联储能够在 2024 年开始降息进程，预计对我国汇率、利率的干扰会有所降低，同时国内流动性环境也有望得到进一步改善。

图22 市场预期美联储加息概率 (%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.5%	90.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	34.7%	62.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	21.9%	51.2%	25.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	14.9%	41.0%	34.2%	8.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	11.6%	34.7%	35.8%	14.9%	2.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.5%	7.0%	24.9%	35.4%	23.8%	7.5%	0.9%
2024/12/18	0.0%	0.3%	4.9%	19.1%	32.0%	27.5%	12.8%	3.0%	0.3%
2025/1/29	0.2%	3.1%	13.6%	26.9%	29.3%	18.6%	6.9%	1.4%	0.1%
2025/3/12	1.3%	7.0%	18.5%	27.8%	25.3%	14.2%	4.8%	0.9%	0.1%

资料来源：CME 官网，HTI，截至 2 月 15 日。

风险提示：海外货币政策调整超预期，国内经济修复不及预期。

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，荀玉根，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, Yugen Xun, 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，周林泓，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.

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@htsec.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@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

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

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

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

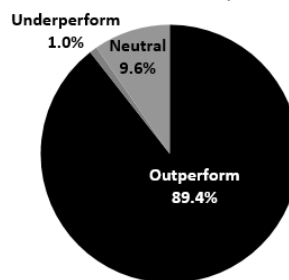
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

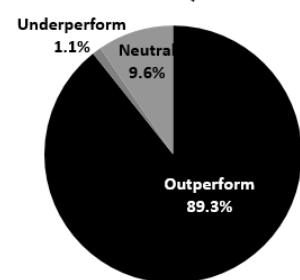
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment

评级分布 Rating Distribution

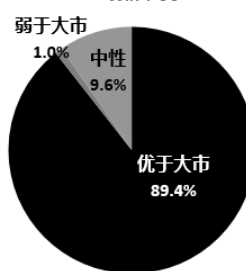
Most Recent Full Quarter



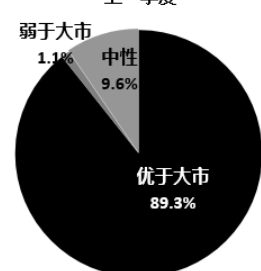
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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.

截至 2023 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%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*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 December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*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.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 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, adaptation, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

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

重要免责声明:

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

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

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

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

任。

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

“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。

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”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

“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>
