

市场活跃度维持高位，自营改善驱动业绩增长

——证券行业 2023 年年报前瞻

Ting Sun
ting.sun@htisec.com

投资要点：2023 年日均股基交易额 9625 亿元，同比下滑 4%，监管阶段性收紧背景下，IPO 规模同比下滑，债券发行规模同比提升。权益市场继续下跌，跌幅较 2022 年有所收窄。我们预计 2023 年上市券商净利润同比提升 4%。目前券商股估值较低，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，重点关注中信证券、华泰证券、中金公司等。

- **2023 年市场活跃度维持高位。**1) 2023 年市场日均股基交易额为 9625 亿元，同比下滑 4%。截止 2023 年 8 月末，2023 年平均每月新增投资者 116 万人，较 2022 年平均每月新增投资者 123 万人下滑 5%。2) 截至 2023 年末，融资融券余额为 1.65 万亿元，同比提升 7%，平均担保比例 270%，风险总体可控。3) IPO 阶段性收紧，融资规模下滑。2023 年共发行 313 家 IPO，同比下滑 27%，募资规模达 3565 亿元，同比下滑 39%，平均每家募资规模 11.4 亿元，较 2022 年的 11.7 亿元下降 17%。4) 监管指引下再融资规模下滑。2023 年增发募集资金 5790 亿元，同比下滑 20%；配股 150 亿元，同比减少 76%；可转债 1406 亿元，同比下降 49%；可交换债 333 亿元，同比下降 23%。5) 债券发行规模同比提升。2023 年，券商参与的债券发行规模为 13.3 万亿元，同比提升 28%。其中企业债、公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长-45%、25%、21%和 5%。6) 权益市场继续下跌，跌幅较 2022 年有所收窄。2023 年沪深 300 指数下跌 11.38%，2022 年下跌 21.63%；创业板指数 2023 年下跌 19.41%，2022 年下跌 29.37%；上证综指 2023 年下跌 3.7%，2022 年下跌 15.13%；万得全 A 指数累计下跌 5.19%，2022 年下跌 18.66%；中债总全价值数 2023 年上涨 1.63%，2022 年上涨 0.18%。
- **预计上市券商 2023 年净利润同比+9.5%，四季度同比+20.5%。**截止至 2024 年 1 月 31 日，34 家券商发布年报或业绩预告或快报，其中 26 家券商净利润同比实现正增长。我们结合业绩预告及我们对已覆盖公司的盈利预测，预计 2023 年上市券商净利润同比约+9.5%，四季度同比约+20.5%。我们认为 2023 年上市券商业绩增长的主要原因是权益市场表现好于 2022 年，自营业务有所改善。
- **投行业务集中度维持高位。**从 2023 年完成承销项目金额来看，上市券商集中度仍维持高位，大型综合型券商凭借自身丰富的资源和团队优势，股债承销规模均大幅领先同业。前五大券商，中信证券、中信建投、中金公司、华泰证券、国泰君安合计完成 7.35 万亿元，行业占比 58%，2022 年为 60%。其中 IPO 承销方面，拥有优质上市资源的券商 2023 年完成 IPO 承销数量及金额均领先同业，TOP5 券商市占率达到 56%，同比下滑 4 个百分点。
- **中性假设下预计行业净利润同比+8%。**中性假设下，我们预计 2024 年行业净利润将同比+8%，预计经纪业务收入同比增长 7%，投行业务持平，资本中介业务收入增长 2%，资管同比增长 10%，自营同比增长 20%。
- **估值较低，预计未来 α 和 β 行情并存。**目前（2024 年 3 月 1 日）券商行业平均估值 1.3x 2024E P/B，中信券商 II 指数 PB 为 1.2 倍，估值较低。考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升。
- **重点关注：中信证券、华泰证券、中金公司等。**
- **风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。**

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. 2023 年市场活跃度维持高位	5
1.1 日均股基交易额 9625 亿元，同比下降 4%	5
1.2 融资余额同比上升 9%，融券余额同比下滑 25%	5
1.3 IPO、再融资阶段性收紧，债券发行规模同比提升 28%	5
1.4 权益市场连续两年下跌	7
2. 2023 年报前瞻：预计上市券商净利润增长 9.5%	7
2.1 预计上市券商 2023 年净利润同比+9.5%，四季度同比+20.5%	7
2.2 投行集中度维持高位	8
3. 投资建议：预计行业 2024 年净利润同比+8%	10
3.1 全面注册制落地，券商全方位受益	10
3.2 中性假设下预计行业 2024 年净利润同比+8%	12

图目录

图 1 2021-2023 年月度日均交易额（亿元）	5
图 2 每月新增投资者数量（万人）	5
图 3 2020 年以来融资融券余额（亿元）	5
图 4 两融市场平均担保比例（%）	5
图 5 2013-2023 年券商 IPO 发行数量和规模	6
图 6 2015-2023 年券商 IPO、再融资、可转债被否率	6
图 7 2015-2023 年券商再融资发行规模（亿元）	6
图 8 2016-2023 年券商参与债券发行规模	6
图 9 IPO 储备情况（个）（截至 2023 年 12 月 31 日）	10
图 10 日本各类券商利润分布	11
图 11 美国交易商盈利能力集中度	11
图 12 日本证券公司及从业人员数量	11
图 13 美国证券公司及从业人员数量	11
图 14 中信券商 II 级指数 PB 变化情况（截止至 2024/3/1，倍）	14

表目录

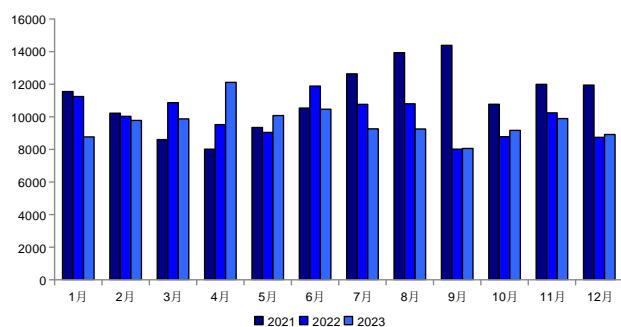
表 1 主要股、债指数涨跌幅	7
表 2 2023 券商业绩预告及盈利预测 (亿元)	8
表 3 2023 年上市券商投行业务承销情况 (亿元)	9
表 4 大型券商 2022 年、2023 年股权项目通过率	10
表 5 监管鼓励券商并购重组相关表述	11
表 6 场内金融衍生品做市商名单	12
表 7 基金投顾牌照机构名单	12
表 8 券商行业业绩预测	13
表 9 上市券商估值表 (2024 年 3 月 1 日)	15

1. 2023 年市场活跃度维持高位

1.1 日均股基交易额 9625 亿元，同比下降 4%

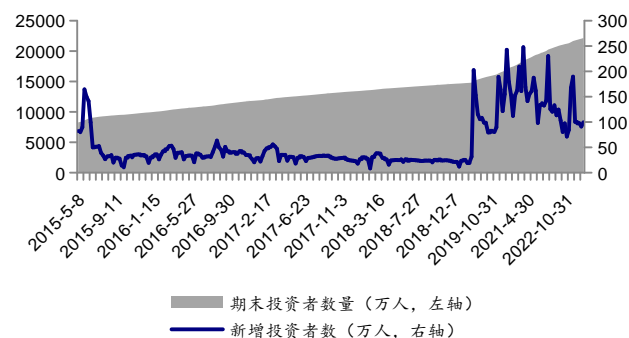
2023 年权益市场出现波动，股基交易额同比下滑 4%，开户数亦有所下滑。2023 年市场日均股基交易额为 9625 亿元，同比下降 4%。由于 2015 年 4 月以来放开一人一户帐户限制，我们使用每周新增投资者数量作为潜在市场交易活跃度的指标。截止 2023 年 8 月，2023 年平均每月新增投资者 116 万人，较 2022 年平均每月新增投资者 123 万人下滑 5%。

图1 2021-2023 年月度日均交易额（亿元）



资料来源：Wind, HTI

图2 每月新增投资者数量（万人）

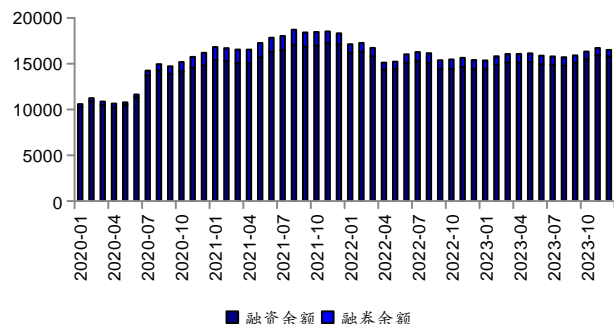


资料来源：中登公司，HTI 注：2019 年 2 月 22 日后，中登公司不披露每周新开户数数据，仅披露月度数据，因此 2019 年 2 月后数据为月度数据

1.2 融资余额同比上升 9%，融券余额同比下滑 25%

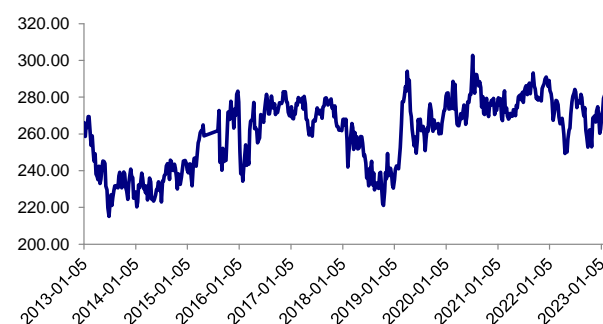
监管政策不断优化，融资融券余额同比提升 7%。沪深北交易所修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%。截止 2023 年末，融资余额 1.58 万亿元，同比上涨 9%。2023 年 10 月，证监会对融券保证金比例和公司高管及核心员工股份出借规则进行调整。融券余额同比下滑 25%至 716 亿元。行业融资融券余额为 1.65 万亿元，同比提升 7%。担保比保持在较高水平，2023 年平均维持担保比为 270%，较 2022 年持平，我们认为安全垫仍较高，风险总体可控。

图3 2020 年以来融资融券余额（亿元）



资料来源：Wind, HTI

图4 两融市场平均担保比例（%）



资料来源：Wind, HTI

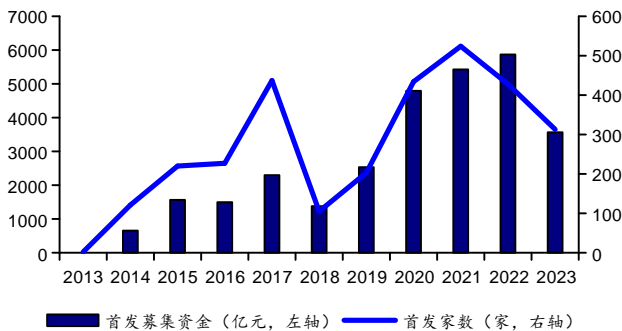
1.3 IPO、再融资阶段性收紧，债券发行规模同比提升 28%

IPO 阶段性收紧，融资规模下滑。2023 年 8 月证监会完善一二级市场逆周期调节机

制，阶段性收紧 IPO 节奏，IPO 发行速度有所放缓。2023 年平均每月发行数量约 26 家，相比 2022 年平均每月 36 家 IPO 的发行数下滑 27%。2023 年共发行 313 家 IPO，募资规模达 3565 亿元，同比-39%。2023 年平均每家募资规模 11.4 亿元，较 2022 年的 13.7 亿元下降 17%。2023 年市场平均 IPO 承销费率为 6%，较 2022 年的 4.9% 有所上升。我们认为费率上升的主要原因是项目规模下滑，承销费用相对刚性。

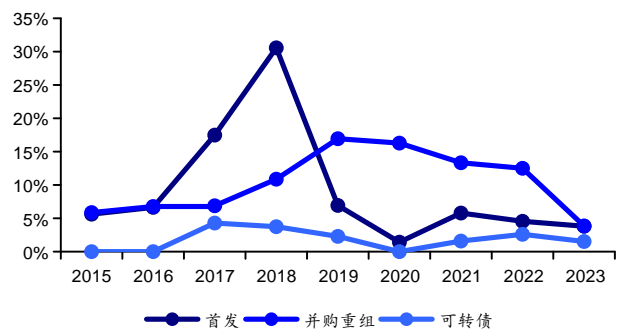
注册制下 IPO 通过率显著好转，通过率稳定保持 80% 以上。2017 年 10 月以来，由于审核加强，券商对于 IPO 材料的提交也变得更加谨慎。随着 19 年科创板注册制推出，IPO 通过率显著回升，随后创业板注册制的试点也进一步改善了 IPO 的整体通过率。2023 年通过率较 2022 年持平，据 Wind 数据，2023 年 315 家企业上会审核，共 279 家过会，过会率 88.6%。

图5 2013-2023 年券商 IPO 发行数量和规模



资料来源：Wind, HTI

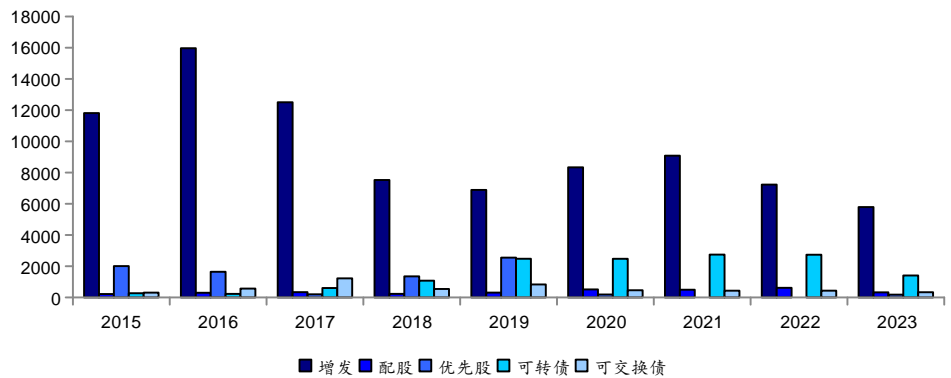
图6 2015-2023 年券商 IPO、再融资、可转债被否率



资料来源：Wind, HTI

监管指引下再融资规模下滑。在监管突出扶优限劣，严格执行融资间隔期要求，对于金融行业及其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制的背景下，2023 年再融资规模下滑。2023 年增发募集资金 5790 亿元，同比下滑 20%；配股 150 亿元，同比减少 76%。可转债 1406 亿元，同比下降 49%；可交换债 333 亿元，同比下降 23%。

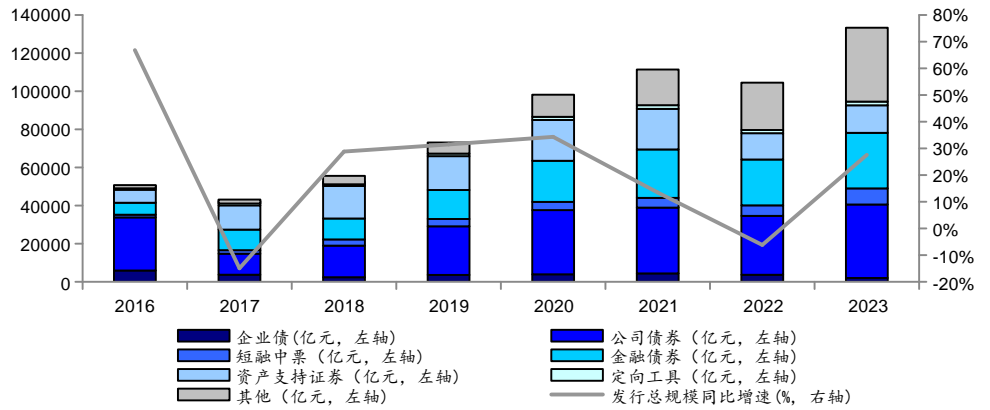
图7 2015-2023 年券商再融资发行规模 (亿元)



资料来源：Wind, HTI

债券发行规模同比提升。2023 年，券商参与的债券发行规模为 13.3 万亿元，同比上升 28%。其中企业债、公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长-45%、25%、21%和 5%。

图8 2016-2023 年券商参与债券发行规模



资料来源: Wind, HTI

1.4 权益市场连续两年下跌

权益市场继续下跌，跌幅较 2022 年有所收窄。2023 年沪深 300 指数下跌 11.38%，2022 年下跌 21.63%；创业板指数 2023 年下跌 19.41%，2022 年下跌 29.37%；上证综指 2023 年下跌 3.7%，2022 年下跌 15.13%；万得全 A 指数累计下跌 5.19%，2022 年下跌 18.66%；中债总全价值数 2023 年上涨 1.63%，2022 年上涨 0.18%。

表 1 主要股、债指数涨跌幅

日期	沪深 300 指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全 A
2021	-5.20%	12.02%	4.80%	2.28%	9.17%
2022	-21.63%	-29.37%	-15.13%	0.18%	-18.66%
2023	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.63%	-5.19%

资料来源: Wind, HTI

2. 2023 年报前瞻：预计上市券商净利润增长 9.5%

2.1 预计上市券商 2023 年净利润同比+9.5%，四季度同比+20.5%

预计上市券商 2023 年净利润同比+9.5%，四季度同比+20.5%。截止至 2024 年 1 月 31 日，34 家券商发布年报或业绩预告或快报，其中 26 家券商净利润同比实现正增长。我们结合业绩预告及我们对已覆盖公司的盈利预测，预计 2023 年上市券商净利润同比约+9.5%，四季度同比约+20.5%。我们认为 2023 年上市券商业绩增长的主要原因是权益市场表现好于去年，自营业务有所改善。

表 2 2023 券商业绩预告及盈利预测 (亿元)

	营业收入		净利润		
	2023E	同比增速	2023E	同比增速	2023Q4 同比增速
中信证券	600.5	-8%	196.9	-8%	-31%
华泰证券	351.0	10%	122.9	11%	-16%
国泰君安	366.1	3%	116.9	2%	0%
广发证券	269.0	7%	88.4	11%	12%
招商证券	197.3	3%	84.7	5%	16%
中国银河	323.4	-4%	83.2	7%	30%
中金公司	254.4	-2%	65.0	-15%	19%
申万宏源			42.0~50.0	+51%~+79%	亏损收窄~扭亏为盈
光大证券	100.3	-7%	41.9	31%	亏损收窄
东方证券	170.9	-9%	27.5	-9%	盈转亏
兴业证券	120.2	13%	25.0	-5%	7%
东吴证券	106.6	2%	23.9	38%	30%
财通证券			21.3~23.6	+40%~+55%	+43%~+95%
浙商证券	185.6	10%	19.9	21%	33%
国投证券 (国投资本)	105.8	10%	19.3	-26%	
国元证券	63.8	19%	18.7	8%	-23%
国金证券	65.0	13%	16.8	40%	18%
中金财富 (中金公司)	66.7	12%	14.8	8%	
长城证券			13.9~14.8	+55%~+65%	-46%~-19%
华安证券	36.5	16%	12.8	8%	43%
国联证券	34.9	33%	10.9	42%	190%
西部证券			9.1~11.1	+112%~+158%	扭亏为盈
中银证券	29.4	-1%	9.0	12%	118%
东莞证券 (锦龙股份)	22.4	-4%	7.3	-11%	
东兴证券			7.0~9.0	+35%~+74%	扭亏为盈
国都证券	12.8	41%	6.4	72%	
财达证券			5.9~6.5	+95%~+115%	扭亏为盈
西南证券			5.7~6.7	+85%~+115%	-98%~+15%
第一创业	28.9	11%	5.4	35%	255%
五矿证券 (五矿资本)	14.9	7%	3.2	-11%	
红塔证券			3.1	711%	639%
天风证券			2.8~3.3	扭亏为盈	亏损收窄
湘财证券 (湘财股份)	14.3	25%	2.7	88%	
国盛证券 (国盛金控)	16.6	13%	2.2	135%	
中原证券			1.9	82%	盈转亏
太平洋			1.8~2.7	扭亏为盈	亏损收窄~扭亏为盈
华林证券			1.7~2.2	-63%~-53%	盈转亏~+14%
英大证券 (国网英大)	6.2	7%	0.9	62%	
粤开证券	7.1	-13%	0.6	11%	
麦高证券 (指南针)	2.1	245%	0.1	-100%	
中山证券 (锦龙股份)	4.3	21%	-0.8	亏损收窄	

资料来源: Wind, HTI 注: 蓝色标注券商已披露业绩预告/快报, 括号内为母公司

2.2 投行集中度维持高位

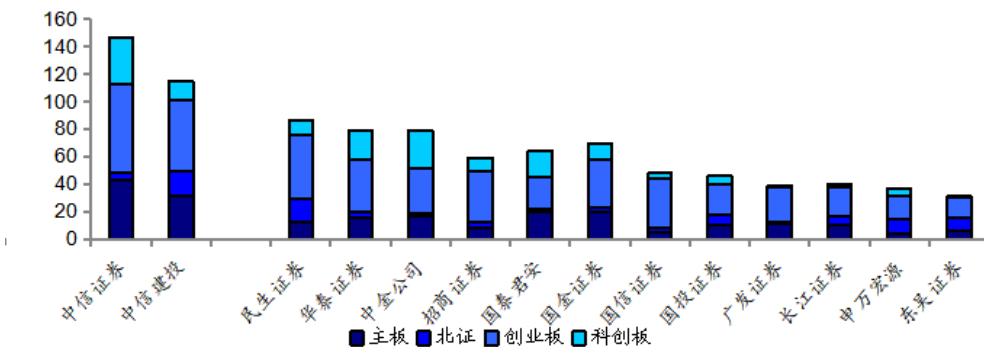
投行业务集中度维持高位。从 2023 年完成承销项目金额来看, 上市券商集中度仍维持高位, 大型综合型券商凭借自身丰富的资源和团队优势, 股债承销规模均大幅领先同业。前五大券商, 中信证券、中信建投、中金公司、华泰证券、国泰君安合计完成 7.35 万亿元, 行业占比 58%, 2022 年为 60%。其中 IPO 承销方面, 拥有优质上市资源的券商 2023 年完成 IPO 承销数量及金额均领先同业, TOP5 券商市占率达到 56%, 同比下滑 4 个百分点。

表 3 2023 年上市券商投行业务承销情况 (亿元)

机构名称	合计		首发		增发 (主承销)		增发 (财务顾问)		配股		可转债		债券承销	
	金额	市场份额	金额	市场份额	金额	市场份额	金额	市场份额	金额	市场份额	金额	市场份额	金额	市场份额
中信证券	21176	500	14%	994	26%	481	45%	101	76%	206	14%	19100	14%	
中信建投	15802	394	11%	523	14%	34	3%			99	7%	14849	11%	
中金公司	12643	322	9%	491	13%			2	1%	30	2%	11595	9%	
华泰证券	12928	170	5%	333	9%	145	13%	6	4%	260	18%	12274	9%	
国泰君安	10979	317	9%	132	3%					114	8%	10493	8%	
光大证券	4460	44	1%	7	0%				0%	2	0%	4409	3%	
东方证券	3934	69	2%	27	1%		0%		0%	31	2%	3838	3%	
招商证券	3508	74	2%	91	2%	45	4%		0%	40	3%	3298	2%	
中国银河	3620		0%						0%	4	0%	3586	3%	
申万宏源	3842	82	2%	44	1%		0%	6	4%	0	0%	3710	3%	
国信证券	2657	87	2%	73	2%					121	9%	2497	2%	
广发证券	2812	20	1%						0%	79	6%	2724	2%	
中银证券	2609	28	1%							0	0%	2550	2%	
兴业证券	1782	59	2%	9	0%			2	1%	35	2%	1710	1%	
东吴证券	1616	50	1%	28	1%							1532	1%	
天风证券	1228	11	0%	25	1%				0%			1192	1%	
国金证券	1262	71	2%						0%	17	1%	1085	1%	
华西证券	550	1	0%							3	0%	544	0%	
华创阳安	741			5	0%							735	1%	
浙商证券	1502			32	1%					13	1%	1440	1%	
财通证券	1336			9	0%							1266	1%	
财达证券	857											857	1%	
东兴证券	529	21	1%							25	2%	487	0%	
长城证券	442	28	1%	10	0%					1	0%	404	0%	
方正证券	218	9	0%							0	0%	171	0%	
国联证券	689	24	1%									651	0%	
山西证券	828	0	0%	8	0%					0	0%	819	1%	
长江证券	397	70	2%	12	0%		0%			8	1%	315	0%	
国元证券	291	1	0%	46	1%		0%					244	0%	
西部证券	467	29	1%							4	0%	435	0%	
第一创业	172		0%	27	1%					0	0%	145	0%	
华林证券	283	10	0%									273	0%	
锦龙股份	159	5	0%	14	0%					0	0%	141	0%	
华安证券	291		0%	7	0%							280	0%	
西南证券	172		0%									172	0%	
红塔证券	77									0	0%	77	0%	
哈投股份	72											72	0%	
华鑫股份	133											133		
国盛金控	217			3	0%							205	0%	
国海证券	79											76	0%	
南京证券	237	5	0%									232	0%	
湘财股份	189											184	0%	
中原证券	79	4	0%									73	0%	
太平洋	128			2	0%							124	0%	
合计	126158	3064	86%	3193	84%	704	66%	116	88%	1120	79%	118288	88%	
TOP5 合计	73528	2000	56%	2485	65%	704	66%	116	88%	800	56%	68312	51%	
2022 top5			60%		79%		90%		37%		62%		59%	

资料来源: Wind, HTI 注: 承销金额按上市日口径计算

图9 IPO 储备情况 (个) (截至 2023 年 12 月 31 日)



资料来源: Wind, HTI

表 4 大型券商 2022 年、2023 年股权项目通过率

	2023			2022		
	IPO 通过率	并购重组通过率	配股通过率	IPO 通过率	并购重组通过率	配股通过率
中信证券	92%	100%	100%	91%	91%	100%
中信建投	81%		100%	93%	100%	0%
华泰证券	94%	100%	100%	96%	100%	100%
广发证券						100%
中金公司	80%	100%	100%	92%	100%	100%
招商证券	93%	50%			100%	
国泰君安	93%			82%	100%	
光大证券				73%		
国信证券		100%		85%		

资料来源: Wind, HTI

3. 投资建议: 预计行业 2024 年净利润同比+8%

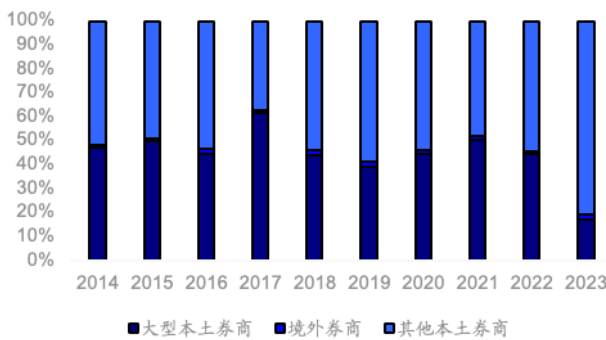
3.1 全面注册制落地, 券商全方位受益

监管鼓励券商并购重组, 打造“航母级”券商。证监会明确表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强, 打造一流的投资银行。早在 2019 年, 证监会表示为打造“航母级证券公司”, 积极开展了一系列工作, 其中第一条就是: “多渠道充实证券公司资本, 鼓励市场化并购重组, 支持行业做优做强”。我们认为, 国内券商过去主要通过内生增长逐渐扩大规模, 未来在监管的指引下, 业内的并购可能会增多, 行业内的资源整合或将成为券商快速提升规模与综合实力的又一重要方式。大型券商通过并购进一步补齐短板, 巩固优势, 中小券商通过外延并购有望弯道超车, 快速做大, 实现规模效应和业务互补。对比全球主要市场, 证券行业集中度亦较高。日本券商中, 以野村证券、大和证券和日兴证券为首的主要证券公司利润占比在 50% 左右; 美国投行中, 前十位交易商营业收入占比也超过 50%。

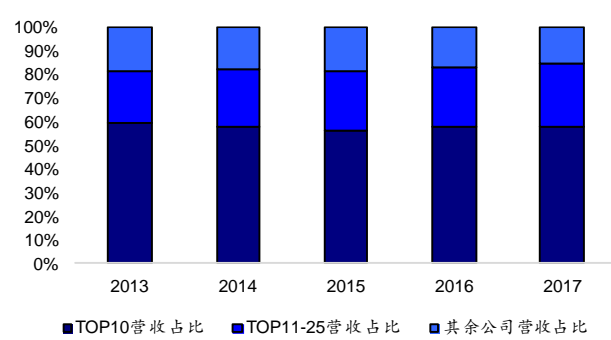
表 5 监管鼓励券商并购重组相关表述

时间	相关单位/会议	内容
2019年11月	证监会	提出“积极推动打造航母级头部证券公司”，促进证券行业持续健康发展，还给出打造“航母级证券公司”的相关政策措施，包括多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强等。
2020年7月	证监会	发文鼓励有条件的券商与基金公司实施市场化并购重组。
2023年10月	中央金融工作会议	提出“着力打造现代金融机构和市场体系”，并首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。
2023年11月	证监会	再次强调支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用。

资料来源：证监会，新华网，中国政府网，HTI

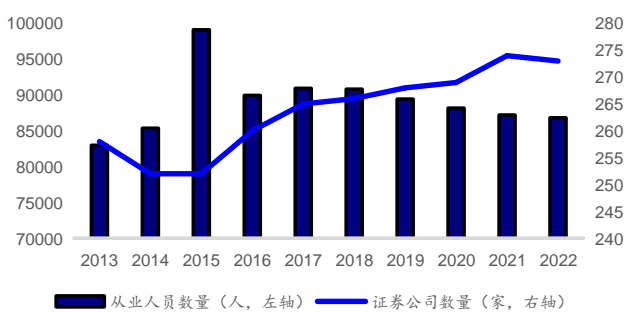
图10 日本各类券商利润分布


资料来源：JSDA, HTI 注：大型本土券商包括日兴证券、大和证券、野村证券等资本在 1000 亿日元以上公司

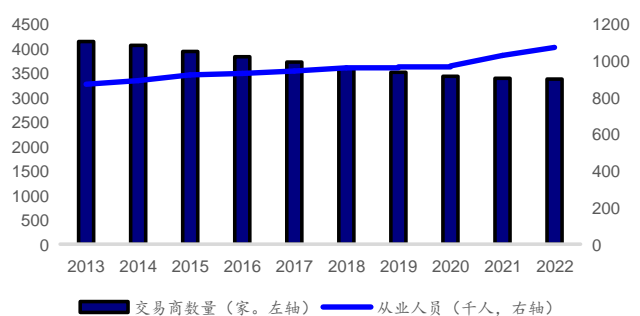
图11 美国交易商盈利能力集中度


资料来源：SIFMA, HTI 注：交易商为 NYSE listed

行业同质化竞争，并购重组或推动供给侧改革。国内券商数量众多且多为综合性券商，近年来牌照进一步放开，加剧了行业的竞争。但由于大多数公司都选择综合性券商的模式，也没有形成特色。尽管近几年互联网金融的融合逐步加深，也出现了一些以互联网为特色的小而美券商，但主要还是基于导流、线上经纪等业务，业务差异化不显著。在近年来券商数量以及从业人员数量增加的背景下，近期监管引导公募基金管理费及交易佣金下调，以及投行业务的阶段性的收紧，短期将对券商收入造成一定压力。通过并购重组等方式进行资源整合，有利于提升券商在行业中的竞争地位，同时也推动行业进行供给侧改革。

图12 日本证券公司及从业人员数量


资料来源：JSDA, HTI

图13 美国证券公司及从业人员数量


资料来源：SIFMA, HTI

多维度转型，形成内生增长。1) **做市业务：**目前国内券商自营业务方向性投资波动性大且收益率依赖市场环境、收益面临不稳定性。相比之下，去方向性的做市业务波

动性较低,可以提升券商整体业绩的稳定性与韧性。参考海外投行业务结构,我们认为做市业务是我国券商自营转型的重要方向。

表 6 场内金融衍生品做市商名单

期权	做市商
嘉实沪深 300ETF 期权	主做市商: 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、华泰证券、西部证券、招商证券、中信建投、中信证券、申万宏源 一般做市商: 长江证券、海通资源、中信中证
华泰柏瑞沪深 300ETF 期权	主做市商: 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、华泰证券、申万宏源、招商证券、中信建投、中信证券、中信中证 一般做市商: 西部证券、长江证券、浙江永安
上证 50ETF 期权	主做市商: 东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安、国信证券、华泰证券、招商证券、中信证券、中信中证、海通资源、申万宏源、中信建投 一般做市商: 长江证券、西部证券、浙江永安
沪深 300 股指 期权	招商证券、中信证券、国泰君安、东方证券、西部证券、光大证券、中信建投、国信证券、银河德睿、中粮祈德丰、浙期实业、华泰证券、申万宏源、南华资本
国债期货	招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源、中国银河、国金证券

资料来源: 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 中国金融期货交易所, HTI

图2) 投顾业务: 历经多年高速发展, 穿越资管新规、理财净值化、数字化转型等多轮变革风暴, 中国财富管理行业正进入黄金发展周期。随着财富管理转型的持续深化, 券商投顾团队快速扩张, 2014-2021 年, 投顾人数复合增速达 13%, 占从业人员比从 12% 提升至 20%。投顾人员扩充的同时, 客户资产规模亦快速增长, 截至 2021 年末, 客户资产规模达 1.9 万亿元, 5 年复合增速 6%。经纪收入中的投资咨询收入虽保持增长, 但占比仍较低, 具有较大增长空间。此外, 我们认为基金投顾业务已具备由试点转向常规的条件, 未来有望加速发展, 将极大地有利于培育专业买方中介力量, 改善投资者服务和回报, 优化资本市场资金结构, 促进基金行业的高质量发展。

表 7 基金投顾牌照机构名单

类型	投顾牌照机构名称	数量(家)
基金公司及其子公司	易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、中欧财富、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、鹏华基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、华泰柏瑞基金、顺景长城基金、民生加银基金、富国基金、万家基金、建信基金、国海富兰克林基金、国泰基金、农银汇理基金、申万菱信基金	25
证券公司	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、浙商证券、安信证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、财通证券、华安证券、国金证券、华宝证券、华西证券、华创证券、渤海证券	29
银行	工商银行、招商银行、平安银行	3
三方独立销售机构	蚂蚁基金(先鋒领航)、腾安基金、盈米基金	3

资料来源: 新浪财经, HTI

图3) 数字化转型: 随着金融科技影响力的不断提升, 证券行业数字化转型日渐提速, 科技能力建设作为提升行业核心竞争力的关键, 已成为各大券商激烈角逐的赛道。随着技术的不断引进和科技赋能经验的日益增长, 国内券商数字化转型将由局部、孤立的单一领域应用向平台化、智能化、生态化全面铺开。目前有效克服这一痛点的转型者不多, 同时与国外同类机构相比, 国内证券业数字化转型的人才基础还有很大的提升空间。

3.2 中性假设下预计行业 2024 年净利润同比+8%

中性假设下预计行业净利润同比+8%。中性假设下, 我们预计 2024 年行业净利润将同比+8%, 预计经纪业务收入同比增长 7%, 投行业务持平, 资本中介业务收入增长 2%, 资管同比增长 10%, 自营同比增长 20%。

表 8 券商行业业绩预测

(亿元)		2022	2023E	2024E 悲观	2024E 中性	2024E 乐观
经纪业务	日均股基交易额	10030	10000	10000	11000	12000
	增速	-11%	0%	0%	10%	20%
	佣金率	0.024%	0.021%	0.019%	0.020%	0.021%
	增速	-3%	-13%	-10%	-5%	0%
	代销金融产品收入	166	166	166	199	215
	增速	-20%	0%	0%	20%	30%
	经纪业务收入	1331	1182	1085	1263	1435
增速	-14%	-11%	-8%	7%	21%	
投行业务	股权融资规模	16882	11600	9200	10600	11900
	IPO	5869	3600	3200	3600	3900
	再融资	11013	8000	6000	7000	8000
	股权融资收入	315	196	172	194	211
	IPO	293	180	160	180	195
	再融资	22	16	12	14	16
	债权融资规模	104498	128000	118000	128500	139000
	企业债	3681	3000	3000	3500	4000
	公司债	30905	40000	35000	40000	45000
	其他	69911	85000	80000	85000	90000
	债券融资收入	270	335	298	339	379
	并购收入	116	116	104	116	150
	股债承销收入	701	647	574	648	740
增速	0%	-8%	-11%	0%	14%	
资本中介业务	资本中介收入	880	928	883	944	938
	增速	-9%	6%	0%	2%	7%
资管业务	资管收入	286	350	332	385	437
	增速	-10%	10%	-5%	10%	25%
自营业务	自营收入	738	1106	1106	1328	1438
	增速	-50%	50%	0%	20%	30%
其他		15	100	100	100	100
营业收入		3950	4313	4080	4668	5088
净利润		1423	1725	1632	1867	2035
增速		-36%	21%	-5%	8%	18%

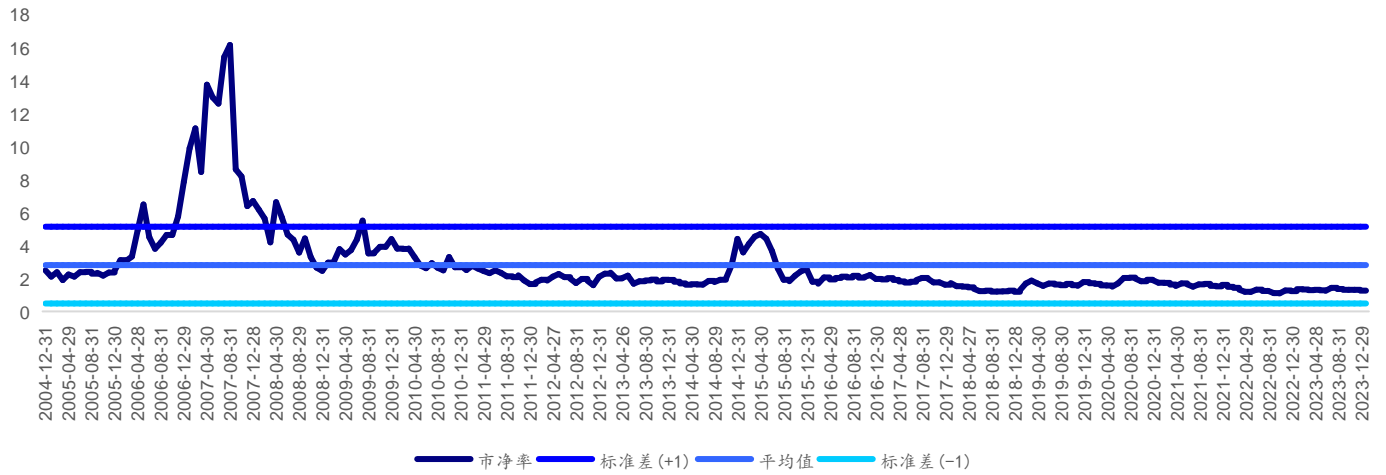
资料来源：中国证券业协会，HTI 测算

估值较低，我们预计未来 α 和 β 行情并存。目前（2024 年 3 月 1 日）券商行业平均估值 1.3x 2024E P/B，中信券商 II 指数 PB 为 1.2 倍，估值较低。考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升。

重点关注： 中信证券、华泰证券、中金公司等。

风险提示： 资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

图14 中信券商 II 级指数 PB 变化情况（截止至 2024/3/1，倍）



资料来源：wind, HTI

表 9 上市券商估值表 (2024 年 3 月 1 日)

证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
中信证券	21.32	3160	14.8	13.8	12.5	1.3		1.1
国泰君安	15.10	1345	11.7	10.7	9.1	0.9	0.9	0.8
华泰证券	14.82	1338	12.1	10.4	9.1	0.9	0.8	0.8
中国银河	12.57	1374	17.7	15.7	13.2	1.6	1.3	1.3
申万宏源	4.56	1142	40.9	18.4	16.7	1.2	1.1	1.1
广发证券	14.22	1084	13.7	12.6	10.7	1.0	0.9	0.9
中金公司	35.00	1690	19.2	23.1	19.5	2.0	1.7	1.6
中信建投	23.59	1830	24.4	20.4	16.5	2.7	2.4	2.2
招商证券	14.06	1223	15.1	13.8	12.6	1.2		1.0
东方证券	8.97	762	25.3	18.7	15.9	1.1		1.0
国信证券	8.66	832	12.6	12.8	11.1	1.1	1.0	0.9
兴业证券	5.85	505	16.8	17.5	13.3	1.0	0.9	0.9
光大证券	17.03	785	24.6	18.3	25.1	1.4		1.1
浙商证券	10.30	399	24.1	22.0	18.8	1.6	1.5	1.4
东吴证券	7.34	368	20.5	16.3	14.2	1.0	0.9	0.9
长江证券	5.48	303	15.5	11.2	10.5	1.0		
方正证券	8.38	690	32.1	27.4	23.0	1.6	1.5	1.4
长城证券	7.93	320	35.6	19.0	17.3	1.2		
国金证券	9.17	342	25.1	19.5	16.5	1.1	1.1	1.0
西部证券	7.72	345	41.8	36.6	35.1	1.3		
红塔证券	7.70	363	942.7	159.4	91.2	1.6		
财通证券	8.05	374	22.1	17.3	14.5	1.2	1.1	1.0
国元证券	7.02	306	17.7	16.1	12.6	0.9		0.8
东兴证券	8.53	276	53.3	30.5	27.2	1.1		
国海证券	3.55	227	91.0			1.2		
华西证券	8.17	214	50.8	22.8	19.1	1.0		
中原证券	3.84	178	167.3	47.6	39.4	1.3	1.3	1.2
天风证券	3.13	271	-18.0	64.0	44.9	1.2		
山西证券	5.45	196	37.4	33.2	28.2	1.1		
华创阳安	7.97	180	47.7			0.9		
华安证券	4.81	226	19.1	18.5	17.1	1.1		1.1
中银证券	10.92	303	27.8	30.9	28.3	1.8		1.7
第一创业	5.77	242	50.9	33.6	32.2	1.7	1.6	1.5
西南证券	4.25	282	50.6	33.7	29.2	1.1		
国联证券	11.09	314	40.9	32.8	26.9	1.9	1.7	1.6
南京证券	8.20	302	41.2	32.7	29.9	1.8		
湘财股份	7.48	214	-63.8	119.3	77.3	1.8	1.8	1.8
财达证券	7.73	251	82.9	36.4	34.3	2.3		
哈投股份	5.77	120	-12.3			1.0		
太平洋	3.47	237	-525.8	76.1	69.1	2.6		
华林证券	12.99	351	75.5	170.2	93.8	5.5		
锦龙股份	12.35	111	-28.2	-39.5	-60.2	3.9		
华鑫股份	14.85	158	44.7	37.9	36.1	2.1		
国盛金控	10.15	196	-45.0			1.8		
大券商平均			0.0	0.0		1.4	1.2	1.2
平均			37.8	32.0	24.5	1.6	1.3	1.2

资料来源: wind 一致预期, HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

In 2023, the average daily trading volume of stocks and funds was RMB 962.5 billion, a 4% YoY decline. IPOs decreased, while bond issuance increased. The equity market continued to fall, with a narrower decline than in 2022. Listed securities dealers' net profit is expected to rise by 4% YoY. Given the low valuations and positive industry policies, we recommend CITIC Securities -H, Huatai Securities -H, and China International Capital Corporation. The market remained active in 2023. 1) The average daily trading volume was RMB 962.5 billion, down 4% YoY. By August 2023, the average monthly new investors decreased by 5% YoY. 2) By the end of 2023, the balance of margin financing and securities lending reached RMB 1.65 trillion, up 7% YoY, with an average collateral ratio of 270%, indicating controlled risks. 3) IPOs declined due to regulatory tightening. 313 IPOs were issued, down 27% YoY, raising RMB 356.5 billion, down 39% YoY. 4) Under regulatory guidance, proceeds from further issues fell by 20% YoY; rights issues decreased by 76% YoY; convertible bond issuance dropped by 49% YoY; exchangeable bond issuance fell by 23% YoY. 5) Bond issuance volume increased by 28% YoY. 6) The equity market continued to decline, but less than in 2022. The CSI 300 Index fell by 11.38%, the ChiNext Index by 19.41%, the SHCOMP by 3.7%, and the Wind All Index by 5.19%, while the ChinaBond index rose by 1.63%. Net profit for listed securities dealers is projected to increase by 9.5% YoY in 2023, with a 20.5% rise in Q4. As of January 31, 2024, 26 out of 34 securities dealers reported positive YoY profit growth. We expect a 9.5% YoY increase in net profit for 2023 and a 20.5% increase in Q4. The main driver is better equity market performance and improved proprietary business. Investment banking remains concentrated among large comprehensive securities dealers. The top five, including CITIC Securities -H and Huatai Securities -H, accounted for 58% of the industry, down 2 percentage points from 2022. Under a Neutral assumption, we expect an 8% YoY increase in net profit for the industry in 2024. Currently, the industry's average valuation is 1.3x 2024E P/B, with CITIC Securities II Index at 1.2x P/B. We anticipate a continued rise in industry concentration.

Top picks: CITIC Securities -H, Huatai Securities -H, and China International Capital Corporation.

Risk Warning: Significant capital market declines could pressure performance and valuations.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙婷，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。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, Ting Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. 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@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 000776.CH, 601377.CH and 601456.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 000776.CH, 601377.CH and 601456.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 000776.CH, 601377.CH and 601456.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601377.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601377.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 民生中信建投南昌 3 号定向资产管理计划, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601881.CH, 601788.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601555.CH, 601108.CH, 601878.CH, 000728.CH, 600109.CH, 600909.CH, 600369.CH, 002797.CH, 601375.CH, 上海置信电气工程安装有限公司, 乌鲁木齐华科置信电气设备有限公司, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 000783.CH, 601398.CH, 600036.CH 及 000001.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 民生中信建投南昌 3 号定向资产管理计划, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601881.CH, 601788.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601555.CH, 601108.CH, 601878.CH, 000728.CH, 600109.CH, 600909.CH, 600369.CH, 002797.CH, 601375.CH, 上海置信电气工程安装有限公司, 乌鲁木齐华科置信电气设备有限公司, 贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 000783.CH, 601398.CH, 600036.CH and 000001.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

600030.CH, 601995.CH, 601066.CH, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601881.CH, 601788.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601108.CH, 601878.CH, 600109.CH, 600909.CH, 601456.CH, 600369.CH, 滨海响坎河城市更新有限公司及 6066.HK 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

600030.CH, 601995.CH, 601066.CH, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601881.CH, 601788.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601108.CH, 601878.CH, 600109.CH, 600909.CH, 601456.CH, 600369.CH, 滨海响坎河城市更新有限公司 and 6066.HK are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601788.CH, 600958.CH, 601878.CH, 000728.CH, 600109.CH, 经查，统计期内做过期货交易。，滨海响坎河城市更新有限公司，贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 000783.CH, 601398.CH 及 600036.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 601788.CH, 600958.CH, 601878.CH, 000728.CH, 600109.CH, 经查，统计期内做过期货交易。，滨海响坎河城市更新有限公司，贵州遵义指南针商品交易有限责任公司, 000783.CH, 601398.CH and 600036.CH.

海通国际证券集团有限公司（“海通国际”）有雇员或与关联人士担任 600958.CH 的职员。

Haitong International Securities Group Ltd. ("Haitong International") having an individual employed by or associated with Haitong International serving as an officer of 600958.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行)：

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

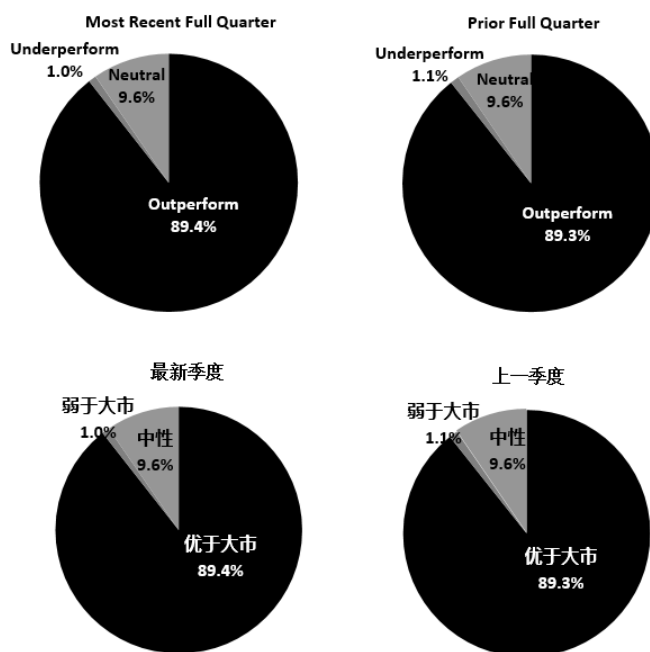
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

评级分布 Rating Distribution



截至 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 (“HSIPL”) 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。HSIPL 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称作为全球品牌, 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, HTISGL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal

in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

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

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

分发和地区通知:

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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>