

# 保险行业 2023 年报前瞻：投资与保费“冰火两重天”，净利润承压而 NBV 高增长

Ting Sun  
ting.sun@htsec.com

## 投资要点：

- **我们预计受新准则切换、资本市场波动等因素影响，上市险企 2023 年净利润普遍下滑。** 1) 2023 年权益市场主要指数自二季度起持续下跌，四季度单季走势明显弱于 2022 年同期，预计在 I9 准则下对上市险企利润造成压力。十年期国债收益率在 2023 年 1 月达到高点后持续下行，年末较年初下行 28bps，预计险企新增固收资产收益率承压。2) 我们预计，尽管 2023 年净利润出现较大波动，但是受政策引导上市险企或将重视分红回报水平。3) 由于新准则下上市险企持有的债券投资大部分划分为 FVOCI 资产，利率下行将导致账面价值的提升，因此我们预计上市险企归母净资产表现或较好。4) 我们预计上市险企或将下调 EV 评估的长期投资回报假设和风险贴现率假设，预计对 EV 影响较小，NBV 和营运利润指标略受负面影响。
- **寿险：受益于经济复苏、代理人数量企稳、储蓄类产品热销等因素，新单保费和新业务价值大幅增长。** 1) 2023 年预计上市险企新单保费大幅增长，中国平安（个人业务新单）、中国太保（个险新单期缴）、人保寿险（长险首年期缴）分别同比+24.3%、+35.0%和+37.1%，平安、人保 Q4 单季增速分别为+2.7%、-21.6%，较 Q3 增速均有所下滑，我们预计主要是受产品预定利率下调、银保业务因“报行合一”短期暂停等因素影响。2) 我们预计 2023 年国寿、平安、太保、新华、人保寿险的 NBV 分别同比+12%、+34%、+28%、+15%、+52%。我们预计中国平安、中国太保 Q4 单季 NBV 增速有所回落，一方面受新单保费增速放缓影响，另一方面也与 22 年同期基数较高有关。我们认为，2023 年以增额终身寿险为代表的长期储蓄类业务销售良好，由于新单缴费结构的优化，以及预定利率下调等因素的影响，我们预计上市险企 NBV margin 已经基本企稳，2024 年或迎来回升。3) 我们预计 2023 年全年人力规模延续下滑趋势，但降幅已经趋缓，且部分险企已经企稳。2023 年上市险企代理人人均产能预计明显提升，一方面是受益于其他资产收益率下降，储蓄类保险产品相对吸引力提升，以及预定利率下调背景下的销售升温，另一方面是各险企持续推动代理人队伍优化转型的效果显现。
- **产险：保费稳健增长，综合成本率预计同比提高。** 1) 2023 年人保财险、平安产险、太保产险保费收入分别同比+6.3%、+1.4%、+11.4%，其中车险分别同比+5.3%、+6.2%、+5.6%，非车险分别同比+7.4%、-8.7%、+19.2%。2) Q4 车险基本稳定，非车险表现分化。Q4 人保、平安、太保车险保费分别同比+5.0%、+6.4%、+5.9%，分别较 Q3 增速-0.3pct、+0.2pct、+0.1pct。我们认为，当前新能源汽车销量快速增长，未来在车险新签单保费中占比有望持续提升。非车险保费分别同比-6.6%、-16.5%、+18.8%，表现明显分化，我们判断主要是各险企展业策略差异所致，其中平安非车险同比大幅下滑，预计主要由于主动压降信保业务规模所致。3) 我们预计，受车辆出行恢复及自然灾害增多等因素影响，上市险企 2023 年综合成本率预计普遍提高，此外平安产险或还受到信保业务拖累。我们预计人保财险、平安产险、太保产险 2023 年综合成本率分别为 97.9%、100.2%、98.8%。
- **负债端有韧性，资产端空间大，安全边际较高，攻守兼备。** 1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，在其他资产收益率下行背景下，保险产品相对竞争力仍显著。2) 3 月 1 日十年期国债收益率已降至 2.37%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。以及，若权益市场反弹向上，亦有利于险企当期投资收益及盈利表现。3) 2024 年 3 月 1 日保险板块估值 0.34-0.65 倍 2024E P/EV，处于历史低位，重点关注中国人寿、中国太保、中国平安等。
- **风险提示：长端利率趋势性下行；股票市场大幅波动；新单保费增长不及预期。**

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.	2023 年保险行业保费与投资“冰火两重天”.....	6
1.1	储蓄险产品热销带动寿险保费高速增长，行业总资产增速提升 .....	6
1.2	2023 年股市走弱+长端利率下行，险企投资端显著承压.....	6
1.3	部分险企偿付能力面临压力，监管已出台优化政策.....	8
2.	预计 2023 年投资承压导致上市险企净利润普遍下滑 .....	9
3.	寿险：预计 2023 年上市险企 NBV 大幅增长 .....	11
3.1	保费：全年新单保费高速增长，Q4 增速有所放缓 .....	11
3.2	人力：人力总规模降幅已趋缓，转型改革推动人均产能提升.....	13
3.3	NBV：预计上市险企 2023 年 NBV 显著增长 .....	13
3.4	EV：精算假设或进行调整，EV/NBV 和营运利润预计均受影响.....	15
4.	产险：保费合计同比+5.7%，综合成本率预计同比提升 .....	16
5.	投资建议：行业基本面改善趋势不变，估值处于历史低位 .....	18

## 图目录

图 1	2023 年人身险保费同比增速显著提升.....	6
图 2	2023 年财产险保费同比稳健增长.....	6
图 3	2023 年末保险行业总资产同比增长 10%.....	6
图 4	2023 年末保险行业总资产同比增长 1%.....	6
图 5	2023 年股市主要指数涨跌幅 (%) .....	7
图 6	2023 年十年期国债到期收益率走势 (%) .....	7
图 7	2023 年末人身险公司债券资产占比较 Q3 提升 .....	8
图 8	2023 年末财产险公司债券资产占比较 Q3 提升 .....	8
图 9	2023 年保险资金投资收益率较前三季度年化环比下降 .....	8
图 10	2020-2023 年保险行业综合偿付能力充足率 .....	8
图 11	2020-2023 年保险行业核心偿付能力充足率 .....	8
图 12	2022 年以来保险公司评级分布明显下沉.....	9
图 13	上市险企 2023 年前三季度总投资收益率明显承压.....	10
图 14	上市险企 2019 年以来净投资收益率中枢向下.....	10
图 15	近五年来上市险企分红率趋势.....	10
图 16	近五年来上市险企每股股息趋势 (元) .....	10
图 17	上市险企当前股息率水平 (%) .....	10
图 18	2023 年前三季度上市险企首年期交保费同比大幅增长.....	12
图 19	2023Q4 平安寿险及健康险个人业务新单保费增速继续回落 .....	12
图 20	人保寿险月度保费同比增速情况.....	12
图 21	人保健康险月度保费同比增速情况.....	12
图 22	上市险企人力规模降幅已趋缓 (万人) .....	13
图 23	上市险企 NBV 经历连续三年下滑后迎来两位数增长 .....	14
图 24	我们预计中国平安 Q4 单季 NBV 增速放缓 .....	14
图 25	2023 年中国太保分季度 NBV 情况.....	15
图 26	上市险企 2023 年上半年 NBV margin 已经有所企稳.....	15
图 27	投资回报假设下调 50bps 上市险企 EV 变动.....	16
图 28	投资回报假设下调 50bps 上市险企 NBV 变动 .....	16
图 29	风险贴现率下调 50bps 上市险企 EV 变动.....	16
图 30	风险贴现率下调 50bps 上市险企 NBV 变动 .....	16

图 31	三大上市产险公司 2023 年保费合计同比增长 5.7%.....	16
图 32	三大上市产险公司合计市占率较 2023 年初略有下滑.....	16
图 33	2023 年 Q4 单季产险保费增速较 Q3 边际改善.....	17
图 34	2021-2023 年产险公司综合成本率情况.....	17
图 35	目前银行存款利率下降有利于保险产品销售 (%).....	18
图 36	2024 年利率水平进一步下行 (%).....	19

## 表目录

---

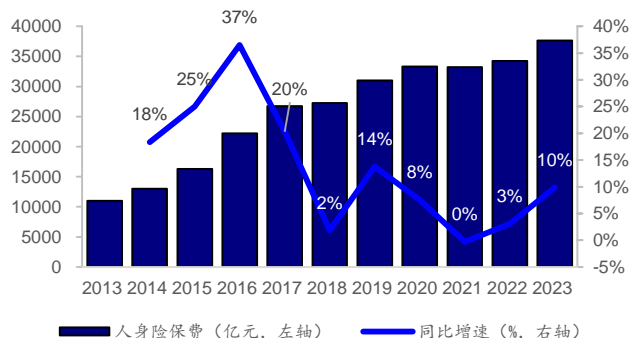
表 1	2023 年分季度保险公司的归母净利润（亿元） .....	9
表 2	2023 年前三季度保险公司的归母净资产（亿元） .....	11
表 3	2023 年保险公司的 NBV 预测（百万元） .....	14
表 4	上市保险公司估值及盈利预测.....	20

## 1. 2023 年保险行业保费与投资“冰火两重天”

### 1.1 储蓄险产品热销带动寿险保费高速增长，行业总资产增速提升

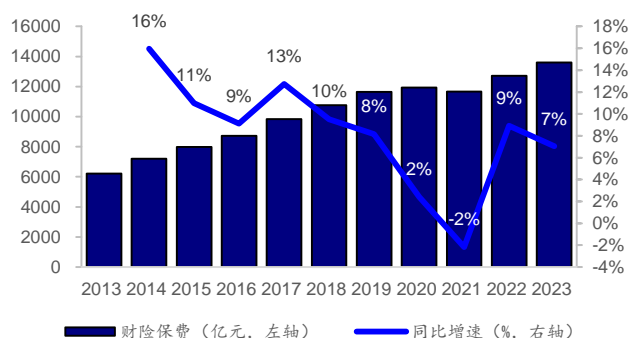
2023 年人身险保费实现高速增长，财险保费增速稳定。1) 2023 年国内人身险保费收入为 37640 亿元，同比增长 10%，较 2022 年增速提升了 7pct，为 2020 年以来最高增速。我们认为，人身险保费高增长主要是由于：①居民储蓄需求旺盛，银行存款利率多次下调，保险产品相对吸引力提升；②人身险预定利率下调带动了 3.5% 预定利率产品的阶段性热销。2) 2023 年国内财产险保费收入为 13607 亿元，同比增长 7%，较 2022 年增速下滑 2pct，整体保持稳定。

图1 2023 年人身险保费同比增速显著提升



资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

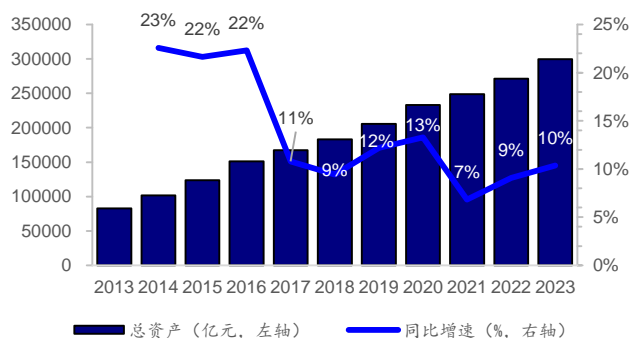
图2 2023 年财产险保费同比稳健增长



资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

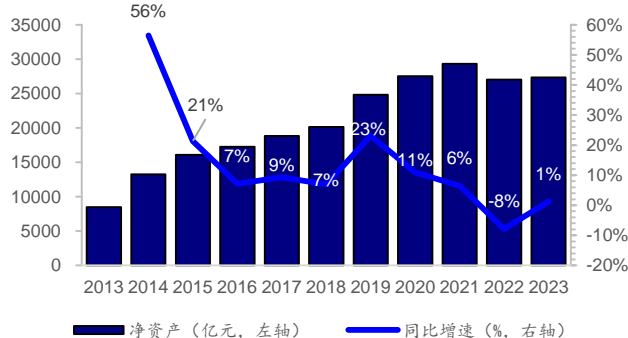
受保费快速增长带动，保险行业总资产规模增速提升。2023 年末，保险行业总、净资产规模分别为 30.0 万亿元、2.7 万亿元，同比分别增长 10%、1%，较 2022 年增速分别提升 1pct、9pct。

图3 2023 年末保险行业总资产同比增长 10%



资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

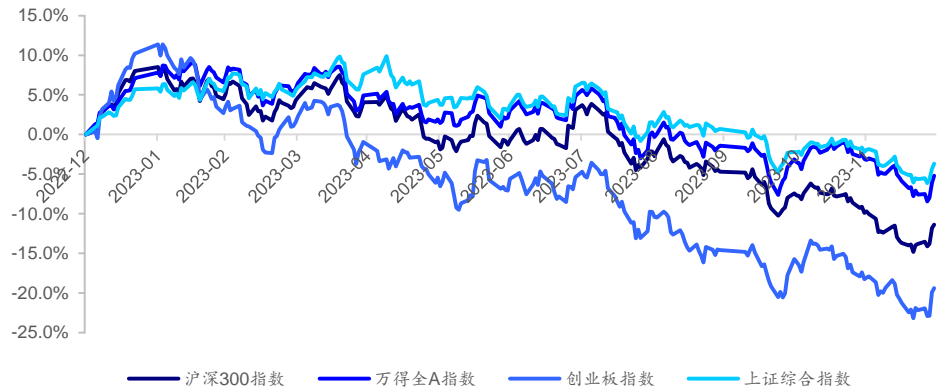
图4 2023 年末保险行业净资产同比增长 1%



资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

### 1.2 2023 年股市走弱+长端利率下行，险企投资端显著承压

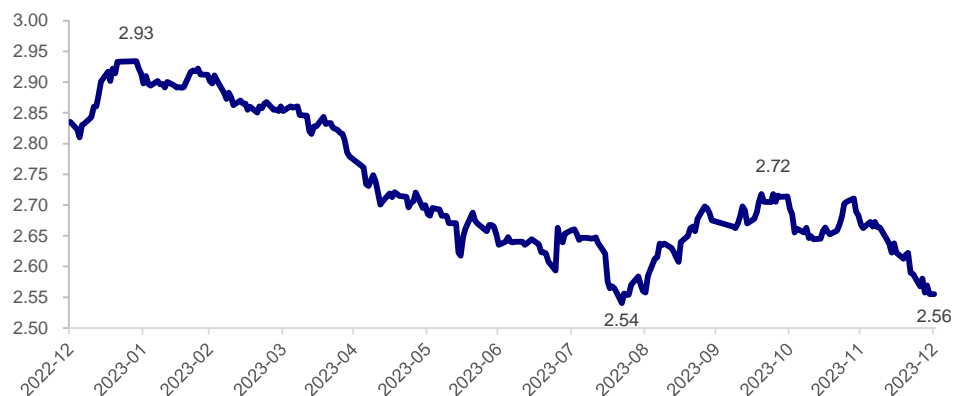
2023 年权益市场自二季度起持续下跌，预计对保险公司净利润造成压力。2023 年全年沪深 300 指数、万得全 A 指数、创业板指数、上证综指分别累计-11.4%、-5.2%、-19.4%、-3.7%，虽整体表现强于 2022 年的-21.6%、-18.7%、-29.4%、-15.1%，但自二季度以来持续下跌，四季度单季沪深 300 指数、万得全 A 指数、创业板指、上证综指分别-7.0%、-3.8%、-5.6%、-4.4%，明显弱于 2022 年同期的+1.8%、+2.9%、+2.5%、+2.1%。

**图5 2023年股市主要指数涨跌幅(%)**


资料来源：Wind, HTI

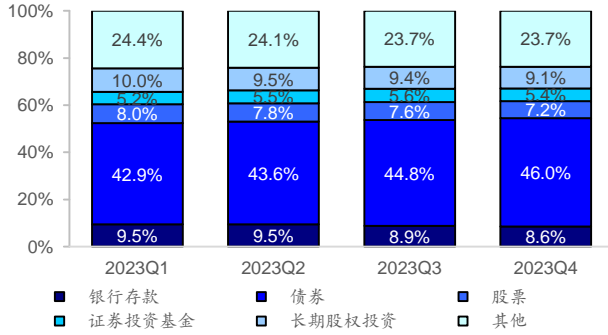
**债券市场方面，2023年债市围绕经济修复预期与现实、宽货币与稳增长政策两条主线进行博弈。**1) 2023年伊始，市场延续经济复苏和稳增长政策发力预期，十年期国债利率上行并于1月28日达到全年高点2.93%。春节假期过后，基本面迎来数据空窗期、经济修复高度有待验证，同时资金面波动较大，利率在高位窄幅震荡。2) 进入3月，强刺激政策担忧消退，叠加资金面转松，债市利率开始单边下行趋势。这一行情持续到8月底附近，直至8月21日达到全年低点的2.54%，3) 8月末开始，活跃资本市场、购买首套房贷款“认房不用认贷”、降低存量首套房住房贷款利率等积极政策频出，市场风险偏好提振推动利率触底回升。随后资金面持续偏紧、政府债供给放量、万亿国债增发落地，进一步压制债市情绪。4) 11月，上月资金压力整体缓和，PMI数据回落，利率开始回落，12月资金面先紧后松，十年期国债利率延续下行趋势，年末收于2.56%，较年内低点仅差距2bps。

2023年十年期国债到期收益率大幅下行28bps，Q4单季下行12bps，走势上显著弱于2022年同期（全年上行6bps，Q4单季上行8bps），且大部分时间处于2.7%以下的较低水平，低利率环境对保险公司新增及再配置固收资产的收益率产生了明显压力。

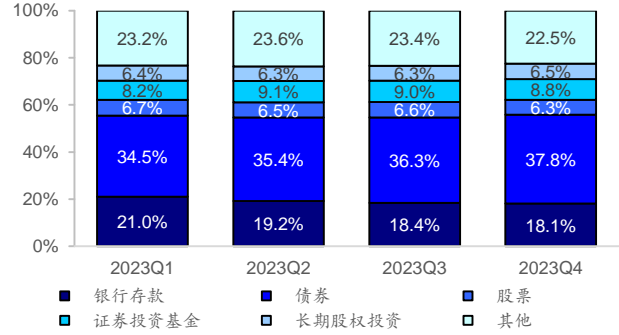
**图6 2023年十年期国债到期收益率走势(%)**


资料来源：Wind, HTI

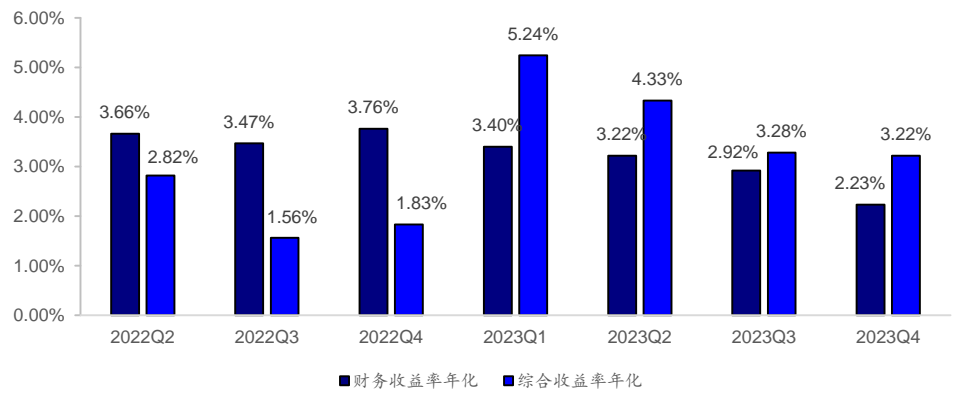
**保险公司 Q4 继续增配债券，减配银行存款与二级权益，行业投资收益率环比下降。**根据国家金融监督管理总局数据，截至2023年末，人身险公司保险资金运用余额中债券占比46.0%，较Q3末提升1.2pct，银行存款、股票+基金占比分别为8.6%、12.6%，下降0.3pct、0.7pct，财产险公司大类资产配置变化趋势与人身险公司基本一致。从投资收益率来看，2023年保险行业财务收益率为2.23%，较前三季度年化下降0.69pct，同比下降1.53pct；综合收益率3.22%，较前三季度年化下降0.06pct，同比提升1.39pct。

**图7 2023 年末人身险公司债券资产占比较 Q3 提升**


资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

**图8 2023 年末财产险公司债券资产占比较 Q3 提升**


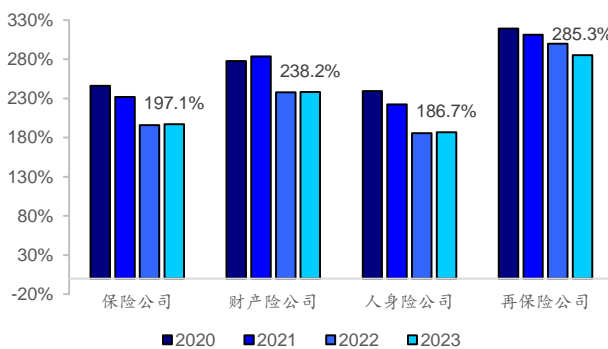
资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

**图9 2023 年保险资金投资收益率较前三季度年化环比下降**


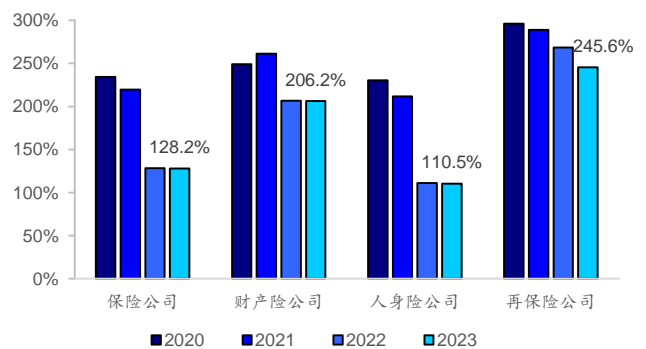
资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

### 1.3 部分险企偿付能力面临压力，监管已出台优化政策

自 2022 年偿二代二期工程实施，保险公司偿付能力充足率出现普遍下滑。2023 年末，保险行业综合、核心偿付能力充足率分别为 197.1%、128.2%，其中寿险公司相对较低，分别为 186.7%、110.5%，我们预计部分公司可能面临较大资本压力。根据中国证券报统计，截至 2024 年 2 月 2 日有 136 家保险公司（人身险公司、财险公司）披露 2023 年四季度偿付能力报告，其中 14 家保险公司偿付能力不达标。

**图10 2020-2023 年保险行业综合偿付能力充足率**


资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

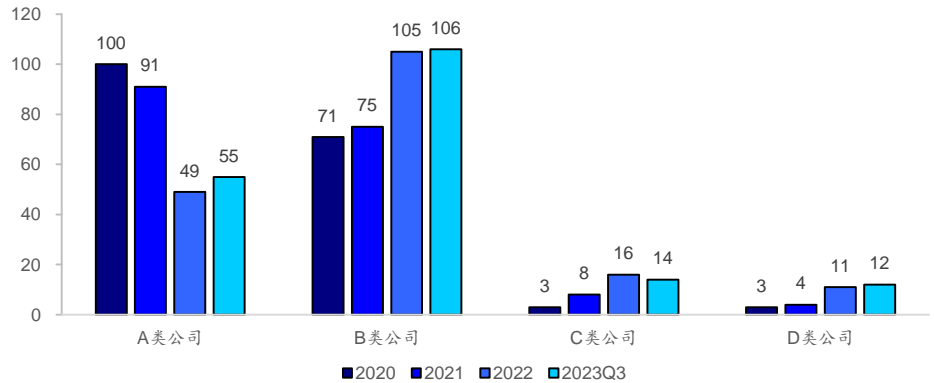
**图11 2020-2023 年保险行业核心偿付能力充足率**


资料来源：国家金融监督管理总局，HTI



监管已出台偿付能力监管优化政策，或有助于缓解险企资本压力。2023年9月10日国家金融监督管理总局发布并实施《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，核心内容包括：1) 按照总资产规模差异化调节最低资本要求，为中小险企松绑。要求总资产100亿元以上、2000亿元以下的财产险公司和再保险公司，以及总资产500亿元以上、5000亿元以下的人身险公司，最低资本按照95%计算偿付能力充足率；总资产100亿元以下的财产险公司和再保险公司，以及总资产500亿元以下的人身险公司，最低资本按照90%计算偿付能力充足率。2) 将保险公司剩余期限10年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例，从目前不超过35%提高至不超过40%。

图12 2022年以来保险公司评级分布明显下沉



资料来源：国家金融监督管理总局，HTI

## 2. 预计2023年投资承压导致上市险企净利润普遍下滑

我们预计，受新旧会计准则切换、资本市场波动导致投资收益显著承压等因素影响，上市险企2023年盈利普遍下滑。1) 2023年起，上市险企（除国寿外）开始执行新会计准则，按照规定需要对2022年数据进行追溯调整，因此可能导致一定程度的基数变化。2) 更重要的是，在新金融工具准则（19）下，上市险企金融投资资产的分类进行了较大调整，其中股票资产大部分为以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产（FVTPL）为主，基金资产则全部为FVTPL，因此权益市场波动将直接在当期利润中体现。2023年股市整体走弱，叠加利率显著下行，对上市险企当期净利润预计将产生明显压力。3) 从非上市公司数据来看，2023年已披露净利润的128家公司（寿险58家，财险70家，剔除不可同比的的公司）合计净利润为亏损90亿元，2022年同期为盈利111亿元，其中财险公司盈利47亿元，同比-37%；寿险公司亏损137亿元（2022年同期盈利37亿元）。若剔除中邮人寿，则全行业2023年净利润为25亿元，同比-77%。我们预计，上市公司2023年净利润或普遍同比下滑，部分公司可能出现较大降幅。

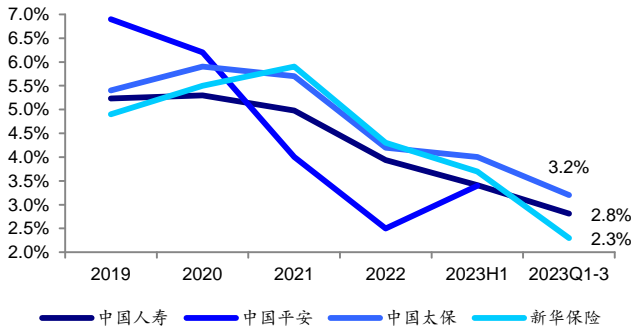
表1 2023年分季度保险公司的归母净利润（亿元）

	2022Q1	2023Q1	同比	2022Q2	2023Q2	同比	2022Q3	2023Q3	同比	2022 前 三季度	2023 前 三季度	同比
中国人寿	154	273	78%	239	88	-63%	162	-6	-104%	555	355	-36%
中国平安	258	384	49%	450	315	-30%	221	177	-20%	928	876	-6%
中国太保	91	116	27%	109	67	-39%	105	48	-54%	306	231	-24%
新华保险	32	69	115%	60	31	-49%	21	-4	-121%	113	95	-15%
中国人保	36	117	230%	147	82	-45%	60	6	-90%	243	205	-15%
合计	570	960	68%	1006	582	-42%	569	221	-61%	2145	1763	-18%

资料来源：上市保险公司2023年一季报、中报、三季报，HTI

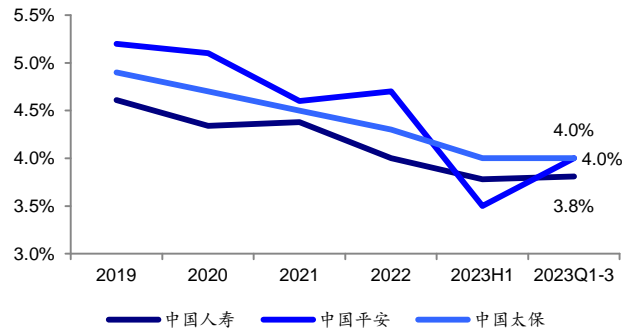
注：上表中中国人寿数据同样采用新会计准则口径

图13 上市险企 2023 年前三季度总投资收益率明显承压



资料来源：上市险企 2019-2022 年年报、2023 年中报、三季度，HTI  
注：中国太保数据经过简单年化处理（半年数据\*2；Q3 数据\*4/3）

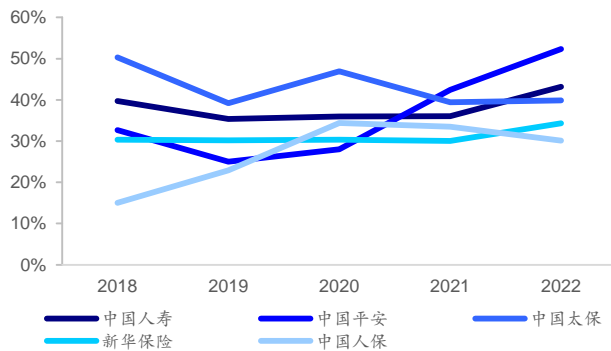
图14 上市险企 2019 年以来净投资收益率中枢向下



资料来源：上市险企 2019-2022 年年报、2023 年中报、三季度，HTI  
注：中国太保数据经过简单年化处理（半年数据\*2；Q3 数据\*4/3）

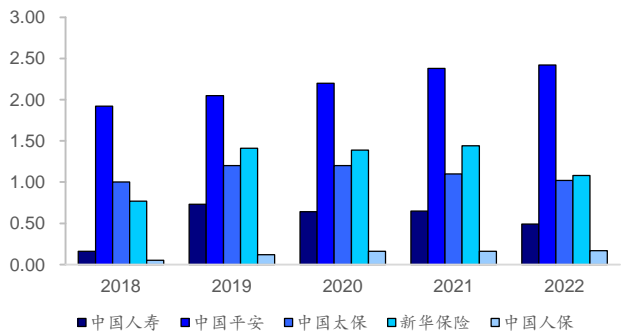
我们预计，尽管 2023 年净利润出现较大波动，但是受政策引导上市险企或将重视分红回报水平。1) 中国平安与中国太保分红主要与营运利润挂钩，而营运利润的波动水平通常小于净利润，目前中国平安的股息率水平为 5.63%，明显高于 A 股同行业公司。2) 2024 年 1 月 24 日国资委提出，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。我们认为，上市险企以央国企为主，在政策引导下可能提升对分红回报的重视程度。

图15 近五年来上市险企分红率趋势



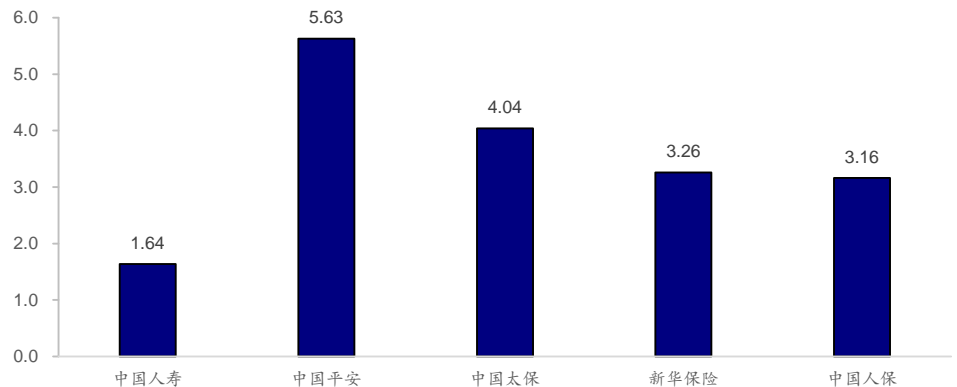
资料来源：wind, HTI

图16 近五年来上市险企每股股息趋势（元）



资料来源：wind, HTI

图17 上市险企当前股息率水平 (%)



资料来源：wind, HTI（截至 2024.03.01 收盘价，采用近 12 个月 TTM 股息率口径）

我们预计上市险企总资产、归母净资产增长表现或较好。1) 由于新会计准则切换, 117 准则下保险公司准备金计量以实际市场利率为基础, 上市险企普遍使用 OCI 指定权重平滑利率波动的影响。为加强资产负债匹配, 保险公司持有的债券资产大部分划分为 FVOCI, 以匹配负债端波动。而在 2023 年长端利率持续下行背景下, 以公允价值计量的债券资产账面价值将提升, 从而导致上市险企净资产增长相对较好。2) 我们认为, 除以上金融资产账面价值影响因素以外, 2023 年新单保费增速大幅提升, 亦对总资产的增长有明显推动作用。

表 2 2023 年前三季度保险公司的归母净资产 (亿元)

	2022	2023Q1	较年初	2023H1	较年初	2023Q3	较年初	较年中
中国人寿	3660	4966	36%	4779	31%	4747	30%	-1%
中国平安	8692	9143	5%	9181	6%	9031	4%	-2%
中国太保	1964	2484	26%	2430	24%	2385	21%	-2%
新华保险	980	1216	24%	1123	15%	1083	11%	-4%
中国人保	2229	2432	9%	2418	8%	2404	8%	-1%
合计	17525	20242	16%	19931	14%	19651	12%	-1%

资料来源: 上市保险公司 2023 年一季报、中报、三季报, HTI

注: 上表中中国人寿数据同样采用新会计准则口径

### 3. 寿险: 预计 2023 年上市险企 NBV 大幅增长

#### 3.1 保费: 全年新单保费高速增长, Q4 增速有所放缓

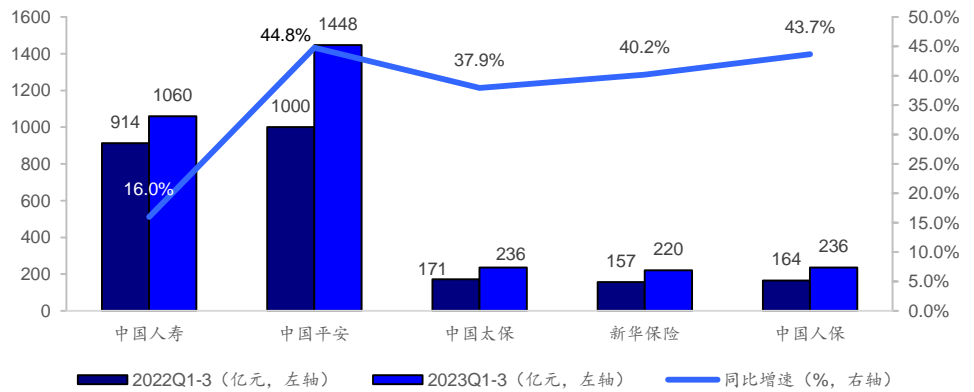
2023 年一季度, 上市险企新单保费增速整体已现改善趋势, 我们预计主要是由于其他类别资产收益率下降、“保本保息”的保险产品相对吸引力提升。国寿(首年期交)、平安(个人业务新单)、太保(个险新单期缴)、新华(个险新单期缴)、人保(寿险长险新单期缴)(下同)一季度分别同比+9.4%、+10.0%、+4.2%、-25.8%、+9.4%, 新华个险新单期缴保费降幅较大, 预计主要因为个险渠道营销规模人力缩减所致。

二季度大部分险企新单增速大幅提升。国寿、平安、太保、新华、人保二季度分别同比+79.2%、+69.6%、+88.8%、+103.5%、+243.0%, 较一季度增速分别+69.9pct、+59.6pct、+84.5pct、由负转正、+233.6pct。我们认为, 行业新单增速改善主要是由于: ①人身险预定利率下调预期带来的短期销售升温; ②银行存款利率降低, 导致保险产品相对吸引力进一步提升。

三季度上市险企负债端延续较快增长。前三季度国寿、平安、太保、新华、人保分别同比+16.0%、+28.9%、+37.9%、+9.9%、+43.7%, Q3 单季分别同比-25.7%、+25.4%、+44.8%、+24.1%、-1.6%, 较 Q2 增速均放缓。我们认为, Q3 新单保持较快增长主要由于 7 月仍处于停售前热销尾声, 而 8 月之后新旧产品切换、银保业务暂停也导致了 Q3 增速较 Q2 明显放缓; 预计国寿单季增速转负还受到开门红准备提前的影响。

四季度部分险企新单保费增速继续放缓, 我们认为与银保业务因“报行合一”短期暂停等因素有关。①平安寿险个人业务新单 2023 年同比+24.3%, Q1-Q4 单季度同比增速分别为+10.0%、+69.6%、+25.4%、+2.7%, Q4 增速较 Q3 下滑 22.7pct。②太保寿险个险新单期缴(原保费口径, 前文为规模保费口径)全年同比+35.0%, H1、H2 同比增速分别为+38.8%、+28.0%, H2 较 H1 增速下滑 10.8pct。我们分析, 平安与太保 Q4 下半年新单/新单期缴增速有所放缓, 主要是受产品预定利率下调、银保业务因“报行合一”短期暂停等因素影响。3) 人保寿险全年首年期交保费同比增长 37.1%, Q1-Q4 分别同比+9.4%、+243.0%、-1.6%、-21.6%, 人保健康全年首年期交保费同比增长 34.1%, Q1-Q4 首年期交保费分别同比+47.9%、+95.6%、-9.2%、-14.8%。

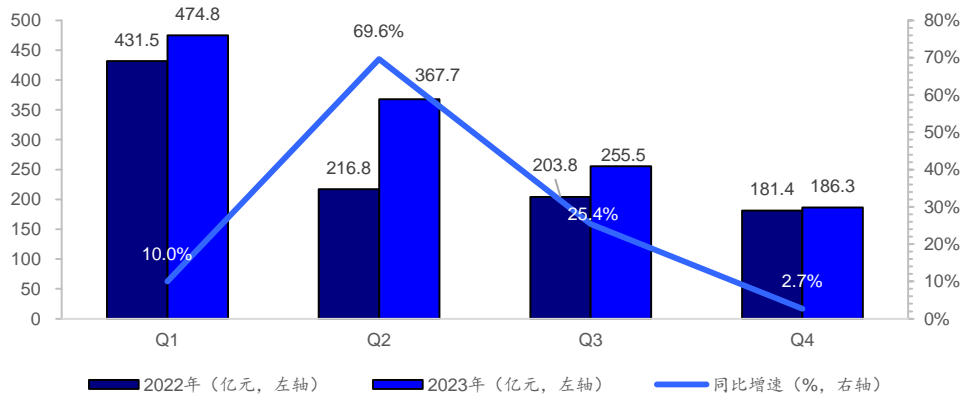
图18 2023 年前三季度上市险企首年期交保费同比大幅增长



资料来源：上市保险公司 2021、2022 年三季报，HTI。

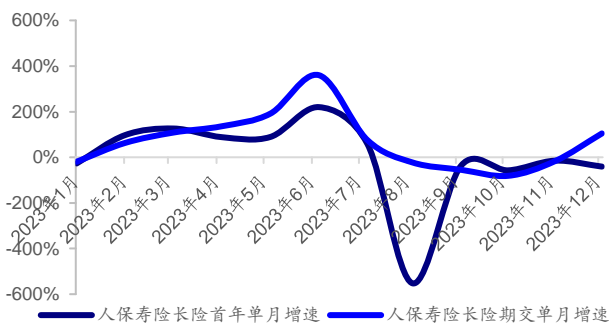
注：中国平安采用计算新业务价值的首年期交保费口径，中国太保采用个险首年期交保费口径。

图19 2023Q4 平安寿险及健康险个人业务新单保费增速继续回落



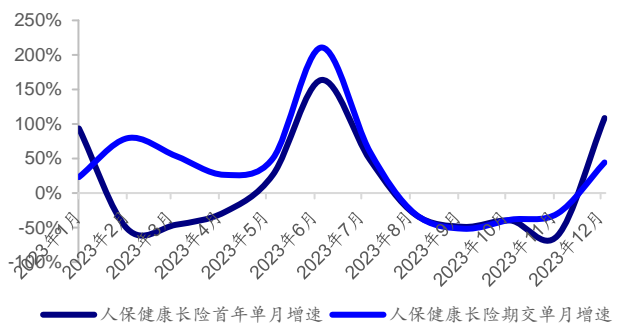
资料来源：中国平安定期保费收入公告，HTI

图20 人保寿险月度保费同比增速情况



资料来源：中国人保定期保费收入公告，HTI

图21 人保健康险月度保费同比增速情况



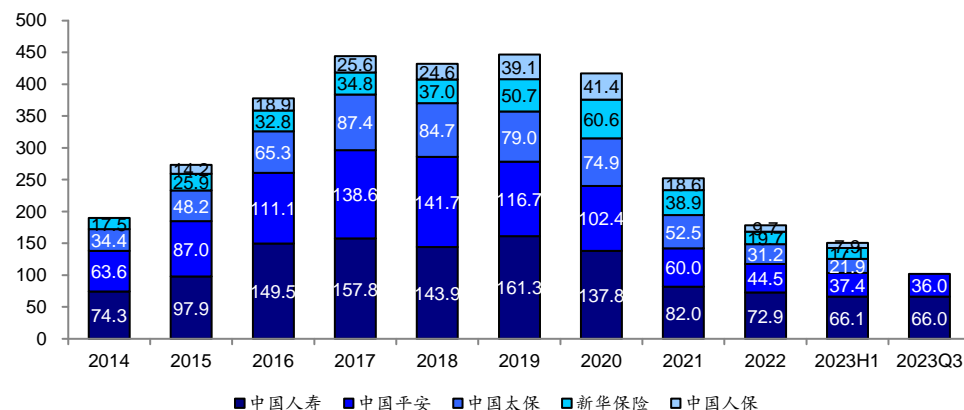
资料来源：中国人保定期保费收入公告，HTI

### 3.2 人力：人力总规模降幅已趋缓，转型改革推动人均产能提升

我们预计 2023 年全年人力规模延续下滑趋势，但降幅已经趋缓，且部分险企已经企稳。截至 2023 年三季度末，国寿、平安代理人规模分别为 66 万人、36 万人，分别较年初-9.5%、-19.1%，较年中-0.2%、-3.7%。截至 2023 年年中，太保、新华、人保代理人分别为 21.9 万（月均）、17.1 万、7.9 万人，分别较年初-21.5%（太保为 2023 年上半年月均人力较 2022 年全年月均人力增速）、-13.2%、-18.8%。

我们预计，2023 年上市险企代理人人均产能明显提升，一方面是受益于其他资产收益率下降，储蓄类保险产品相对吸引力提升，以及预定利率下调背景下的销售升温，另一方面是各险企持续推动代理人队伍优化转型的效果显现。1) 中国人寿大力推动个险营销体系改革，采取六大举措布局新型营销、六大举措升级现有队伍、生态科技支撑改革发展，建设专业化、职业化、综合化的营销队伍。前三季度中国人寿个险板块月人均首年期交保费同比提升 28.6%。2) 平安寿险代理人渠道通过绩优分群，精细化经营，逐渐改善队伍结构，人均产能大幅提升，前三季度人均新业务价值同比增长 94.4%。3) 中国太保持续深化“三化五最”转型，以“芯”法牵引队伍行为改变，坚持募育一体化，强化绩优组织建设。前三季度月均核心人力占比、绩优组织占比同比提升，核心人力月人均首年佣金收入、核心人力月人均税前收入均同比大幅提升。优增优育成效显现，招募人数、新人贡献及产能均同比提升，13 月留存率大幅优化。

图22 上市险企人力规模降幅已趋缓（万人）



资料来源：上市险企 2014-2022 年年报，2023 年中报、三季报，HTI

### 3.3 NBV：预计上市险企 2023 年 NBV 显著增长

我们预计受全年新单保费大幅提升带动，2023 年上市险企新业务价值同比显著增长。我们预计 2023 年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保的寿险 NBV 分别同比+12%、+34%、+28%、+15%、+52%，自 2020 年连续三年普遍下滑后重新迎来两位数高增长。我们预计中国平安、中国太保 Q4 单季 NBV 增速均有所回落，一方面受新单保费增速放缓影响，另一方面也与 22 年同期基数较高有关。

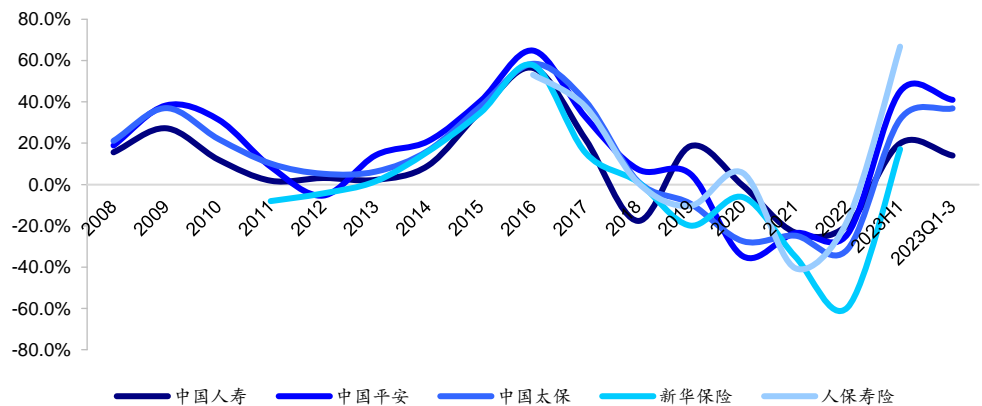
表 3 2023 年保险公司的 NBV 预测 (百万元)

	上半年/前三季度			全年			四季度单季		
	2022	2023	同比	2022	2023E	同比	2022	2023E	同比
中国人寿	-	-	14.0%	36004	40180	11.6%			
中国平安	23824	33574	40.9%	28820	38561	33.8%	4996	4987	-0.2%
中国太保	7548	10328	36.8%	9205	11792	28.1%	1657	1464	-11.6%
新华保险	2112	2474	17.1%	2423	2794	15.3%			
中国人保	1493	2490	66.8%	2669	4044	51.5%			
合计				79121	97803	23.6%			

资料来源：保险公司 2022 年年报与 2023 年三季报，HTI

备注：上表中除新华保险、中国人保为上半年 NBV 数据外，其余公司均为前三季度 NBV 数据；中国人保 NBV 为寿险业务数据；中国平安采用同口径数据。

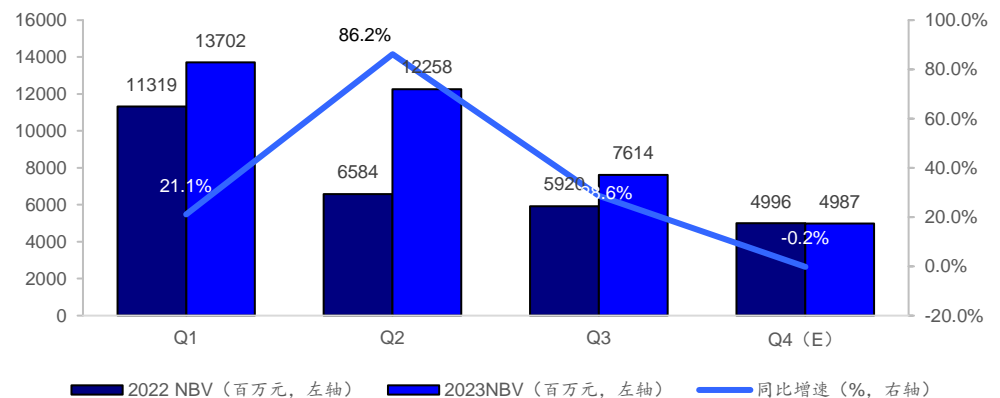
图 23 上市险企 NBV 经历连续三年下滑后迎来两位数增长



资料来源：中国平安 2022-2023 年一季报、半年报、三季报，HTI

注：中国平安采用同口径数据

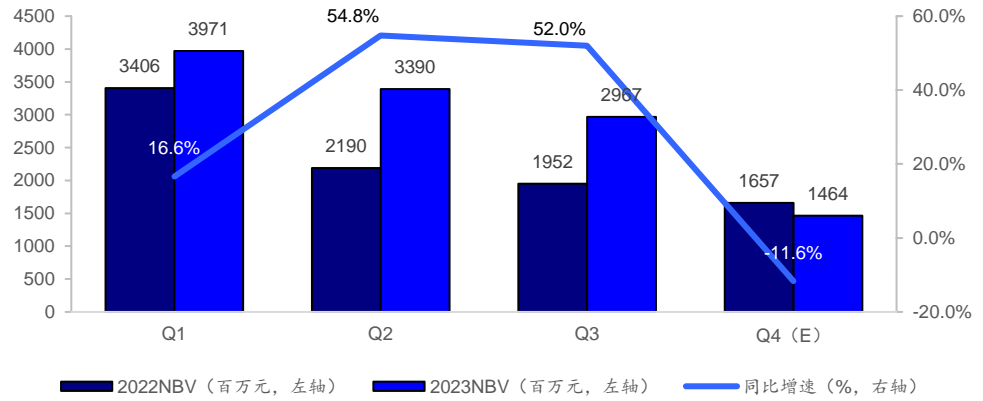
图 24 我们预计中国平安 Q4 单季 NBV 增速放缓



资料来源：中国平安 2022-2023 年一季报、半年报、三季报，HTI

注：中国平安采用同口径数据

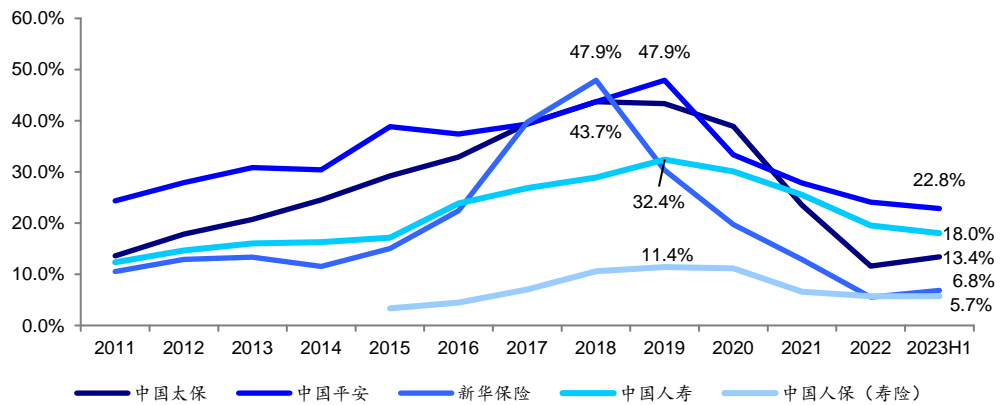
图25 2023年中国太保分季度NBV情况



资料来源：中国太保 2022-2023 年一季报、半年报、三季报，HTI 注

我们认为，2023年以增额终身寿险为代表的长期储蓄类业务销售良好，由于新单缴费结构的优化，以及预定利率下调等因素的影响，我们预计上市险企NBV margin已经基本企稳，2024年或迎来回升。

图26 上市险企2023年上半年NBV margin已经有所企稳



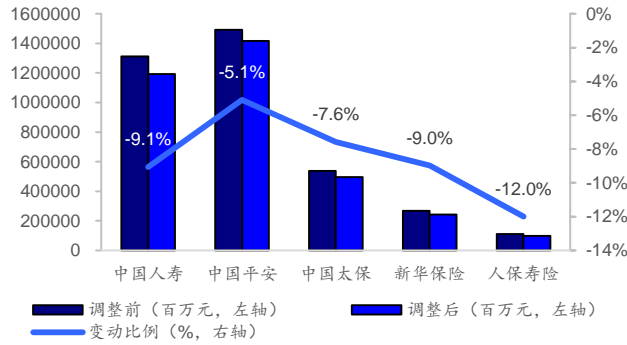
资料来源：上市险企 2011-2022 年年报、2023 年中报，HTI

### 3.4 EV: 精算假设或进行调整, EV/NBV 和营运利润预计均受影响

**上市险企或将调整内含价值评估的精算假设。**我们认为，近年来长端利率整体处于下行趋势，同时由于宏观经济潜在增速放缓，未来长期利率中枢下行可能是大概率事件，受此影响，保险公司内含价值评估的长期投资回报假设 5% 可能无法满足，因此我们预计上市险企或将下调长期投资回报假设，同时适当下调风险贴现率假设。

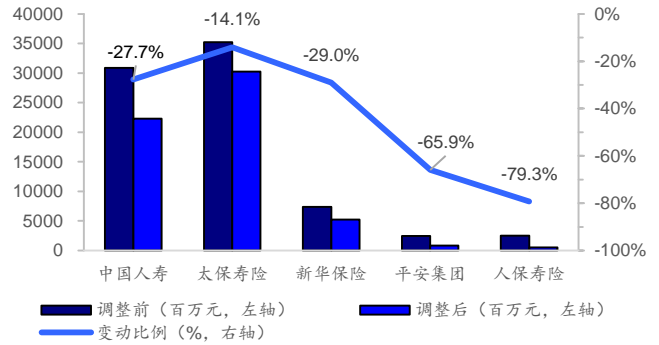
**假设调整预计对 EV/NBV 和营运利润有负面影响。**从假设变动的影​​响上看，长期投资回报假设下调，会导致未来预期现金流的减少，从而导致 EV/NBV 评估结果降低，而风险贴现率的下降则会提高 EV/NBV 的评估结果，我们预计对冲影响下，EV 可能受影响较小，而由于 NBV 对投资收益的敏感性更高，因此假设调整预计对 NBV 影响略偏负面。此外，营运利润指标的计算也是以内含价值长期投资回报假设为基础的，因此对营运利润预计也有负面影响。

图27 投资回报假设下调 50bps 上市险企 EV 变动



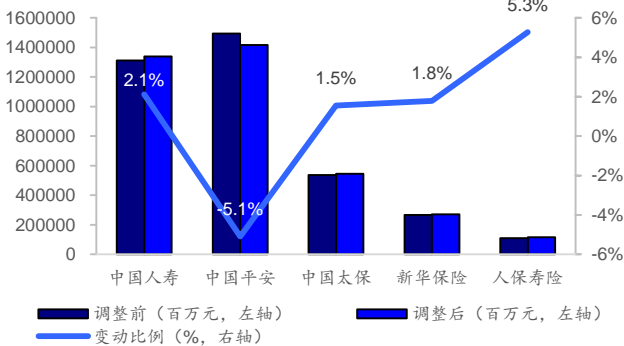
资料来源：上市险企 2023 年中报，HTI  
注：中国平安为投资回报假设和风险贴现率同时下调 50bps

图28 投资回报假设下调 50bps 上市险企 NBV 变动



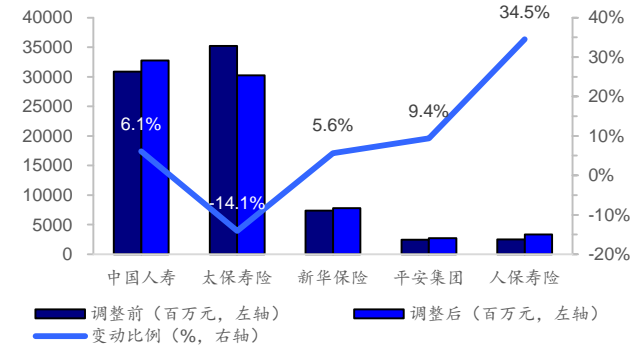
资料来源：上市险企 2023 年中报，HTI  
注：中国平安为投资回报假设和风险贴现率同时下调 50bps

图29 风险贴现率假设下调 50bps 上市险企 EV 变动



资料来源：上市险企 2023 年中报，HTI  
注：中国平安为投资回报假设和风险贴现率假设同时下调 50bps，中国人寿为风险贴现率假设下调 100bps

图30 风险贴现率假设下调 50bps 上市险企 NBV 变动

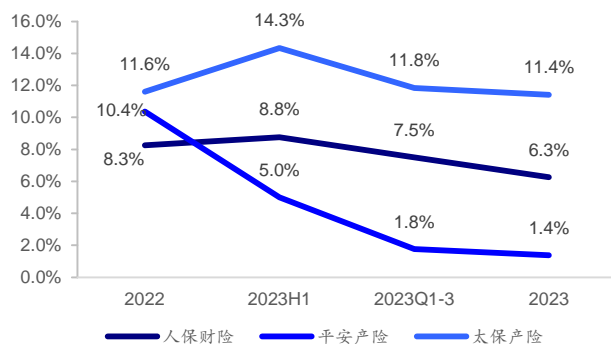


资料来源：上市险企 2023 年中报，HTI  
注：中国平安为投资回报假设和风险贴现率假设同时下调 50bps，中国人寿为风险贴现率假设下调 100bps

## 4. 产险：保费合计同比+5.7%，综合成本率预计同比提升

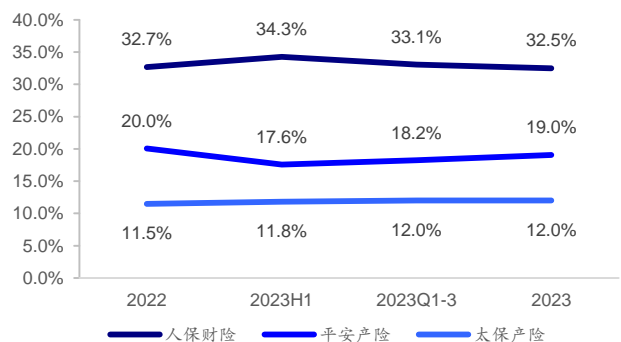
2023 年三大上市产险公司保费合计同比+5.7%，行业保费可比口径下同比增长 6.7%。2023 年，人保、平安、太保产险保费同比增速分别为+6.3%、+1.4%、+11.4%，较 2022 年增速分别-2.0pct、-9.0pct、-0.2pct。三大龙头险企合计市占率 63.5%，较年初下滑 0.6pct，其中人保基本稳定，同比微降 0.1pct，平安市占率显著下滑，同比-1.0pct，而太保则同比提升 0.5pct。

图31 三大上市产险公司 2023 年保费合计同比增长 5.7%



资料来源：上市险企年报、半年报、三季报、定期保费公告，HTI

图32 三大上市产险公司合计市占率较 2023 年初略有下滑

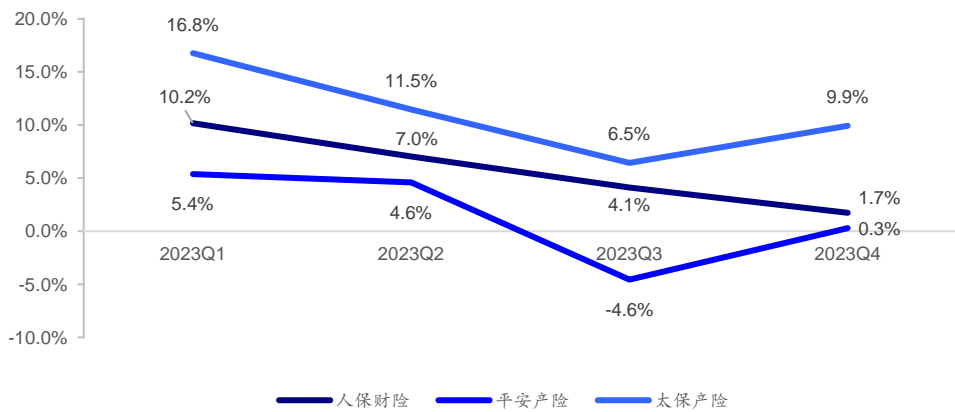


资料来源：上市险企定期公告，HTI



2023 年上市险企产险总保费 Q1-Q4 单季同比增速分别为+10.1%、+7.1%、+1.6%、+2.7%，Q3、Q4 单季保费增速下滑主要受非车险业务影响，车险则保持稳健增长态势。1) 车险业务保持稳健增长，上市险企车险保费 Q1-Q4 分别+6.3%、+5.1%、+5.7%、+5.7%。人保产险、平安产险、太保产险前三季度车险保费分别同比+5.5%、+6.2%、+5.5%，四季度伴随汽车产销维持较高热度，人保产险、平安产险、太保产险 Q4 车险增速分别为+5.0%、+6.4%、+5.9%，分别较 Q3 增速-0.3pct、+0.2pct、+0.1pct。我们认为，当前新能源汽车销量快速增长，未来在车险新签单保费中占比有望持续提升。2) 非车险业务自 Q3 起增速明显下滑，上市险企非车险保费 Q1-Q4 分别+11.7%、+12.5%、-5.6%、-5.0%，我们认为 Q3、Q4 增速显著下滑，主要是受部分政策性业务承保节奏变化、险企压降赔付较高业务规模等多种因素影响。人保产险、平安产险、太保产险 Q4 非车险保费分别同比-6.6%、-16.5%、+18.8%，表现明显分化，我们判断主要是各险企展业策略差异所致，其中平安非车险同比大幅下滑，预计主要由于主动压降信保业务规模所致。

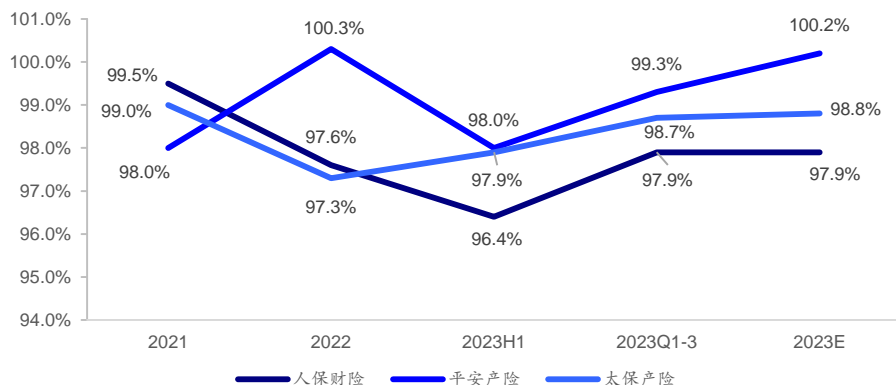
图33 2023 年 Q4 单季产险保费增速较 Q3 边际改善



资料来源：上市险企一季报、半年报、三季报、定期保费公告，HTI

我们预计上市险企全年综合成本率同比提升。2023 年前三季度人保、平安、太保综合成本率分别为 97.9%、99.3%、98.7%，分别同比+1.7pct、+1.6pct、+1.0pct，人保 Q3 单季承保亏损 7.3 亿元。我们预计，受车辆出行恢复及自然灾害增多等因素影响，上市险企 2023 年综合成本率预计普遍提高，此外平安产险或还受到信保业务拖累。

图34 2021-2023 年产险公司综合成本率情况



资料来源：上市险企 2021-2022 年报、2023 年半年报、三季报，HTI 预测

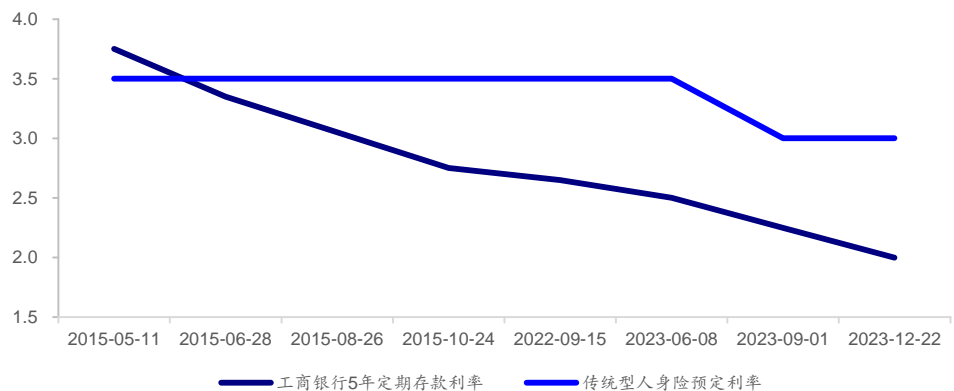
注：2021-2022 年数据为旧准则口径，2023 年数据为新准则口径

## 5. 投资建议：行业基本面改善趋势不变，估值处于历史低位

### 1、负债端：2024 年储蓄险产品仍具吸引力，NBV margin 水平或同比改善。

我们认为，2024 年市场环境仍利好储蓄型产品销售，更期待业务结构优化带来的价值率改善。1) 当前利率水平持续走低，其他类型资产收益率下降，传统型储蓄险相对吸引力依然明显，有利于保险产品销售。我们预计，当前保险公司主销产品仍以增额终身寿险等为主，未来各险企可能进一步加大分红险产品销售，以降低利差压力与财报波动风险。2) NBV margin 水平或同比改善，预计主要受业务结构优化推动。我们认为，2024 年受“报行合一”政策影响，银保渠道趸交业务预计收缩，新单缴费结构可能进一步优化，同时预定利率下调后亦有助于 NBV margin 的改善。

图35 目前银行存款利率下降有利于保险产品销售 (%)



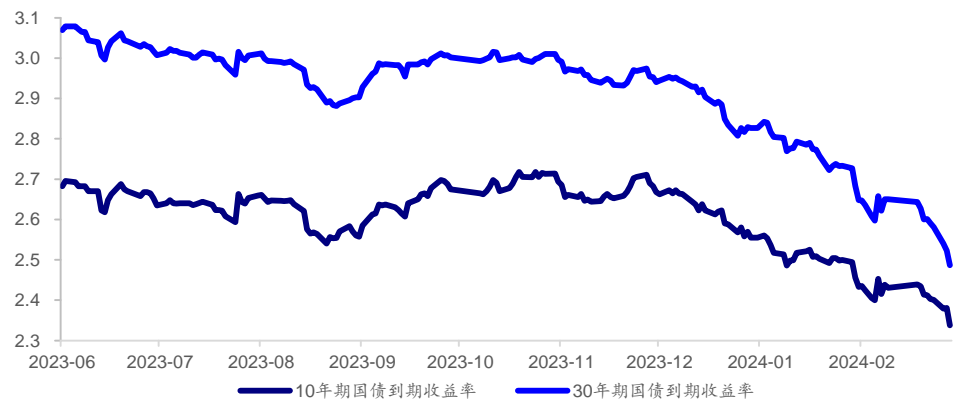
资料来源：wind, HTI

注：上图中时间点主要为中国工商银行 5 年定期存款（整存整取）利率变动时间点

### 2、资产端：低利率环境暂时制约险资长债配置，权益投资反弹空间大

当前资产端仍有“资产荒”压力，但整体来看 2024 年具有较大反弹空间。1) 利率持续下行，债券资产面临配置难题。年初以来长端利率持续走低，截至 2 月 28 日，10 年期、30 年期国债到期收益率分别降至 2.34% 和 2.49%，保险公司资产端面临较大的资产配置压力。我们预计，短期内由于利率水平处于低位，保险公司可能暂时减少长债配置，转而增加短期利率债、金融债等，若全年利率出现修复上行，则险资仍然有配置长久期债券的动力。2) 2024 年险资权益配置或以 FVOCI 为主。2023 年保险公司投资收益预计同比下滑，主要是由于权益市场波动所致。我们认为，2024 年伴随经济复苏、资本市场信心修复，若股市反弹回升，则险企资产端改善空间较大。在权益资产配置方面，我们预计险企对核心权益（股票+基金）的配置比例整体保持稳定，对股票资产的配置或以 FVOCI 方式为主，可能主要关注高股息标的，以应对利率下行压力，并减少股价波动对财报的影响。

图36 2024 年利率水平进一步下行 (%)



资料来源: wind, HTI

**负债端有韧性，资产端空间大，安全边际较高，攻守兼备。**1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，在其他资产收益率下行背景下，保险产品相对竞争力仍显著。2) 3月1日十年期国债收益率已降至2.37%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。以及，若权益市场反弹向上，亦有利于险企当期投资收益及盈利表现。3) 2024年3月1日保险板块估值0.34-0.65倍2024E P/EV，处于历史低位，建议继续关注行业相关投资机会，重点关注中国人寿、中国太保、中国平安等。

**风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单保费增长不及预期。**

表 4 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
		人民币	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E
中国平安-A	42.99	76.34	78.18	85.80	93.82	2.07	1.58	2.14	2.30
中国人寿-A	29.95	42.56	43.54	47.87	52.59	1.58	1.27	1.42	1.62
新华保险-A	33.15	82.97	81.93	88.77	96.74	1.92	0.78	0.90	0.99
中国太保-A	25.27	51.80	54.01	58.04	63.25	1.39	0.96	1.23	1.34
中国人保-A	5.25	6.25	6.41	7.13	8.07	0.09	0.08	0.12	0.14

证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
		人民币	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E
中国平安-A	42.99	0.56	0.55	0.50	0.46	-16.09	-22.24	-19.99	-22.10
中国人寿-A	29.95	0.70	0.69	0.63	0.57	-7.96	-10.67	-12.61	-14.01
新华保险-A	33.15	0.40	0.40	0.37	0.34	-25.99	-62.80	-62.11	-63.97
中国太保-A	25.27	0.49	0.47	0.44	0.40	-19.03	-30.04	-26.73	-28.30
中国人保-A	5.25	0.84	0.82	0.74	0.65	-11.07	-13.80	-15.07	-20.42

证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
		人民币	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E
中国平安-A	42.99	5.56	4.60	4.11	6.85	44.44	47.15	48.60	53.75
中国人寿-A	29.95	1.80	1.14	0.62	1.37	16.93	15.43	16.03	17.34
新华保险-A	33.15	4.79	3.15	1.58	2.94	34.78	32.98	34.78	39.33
中国太保-A	25.27	2.79	2.56	1.80	2.64	23.57	23.75	24.61	27.12
中国人保-A	5.25	0.49	0.55	0.46	0.62	4.96	5.01	5.51	6.13

证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
		人民币	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E
中国平安-A	42.99	7.73	9.34	10.47	6.27	0.97	0.91	0.88	0.80
中国人寿-A	29.95	16.62	26.39	48.02	21.82	1.77	1.94	1.87	1.73
新华保险-A	33.15	6.92	10.53	20.99	11.26	0.95	1.01	0.95	0.84
中国太保-A	25.27	9.06	9.88	14.02	9.57	1.07	1.06	1.03	0.93
中国人保-A	5.25	10.73	9.51	11.34	8.50	1.06	1.05	0.95	0.86

资料来源：保险公司历年财报，WIND，HTI（基于 2023 年 3 月 1 日收盘价）

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

Listed insurers' 2023 net profit is expected to decline due to new accounting standards and market volatility. Equity indices fell since Q2, pressuring profits under I9. Ten-year government bond yields dropped 28bps from January, suggesting lower fixed-income returns. Despite profit fluctuations, policy may encourage listed insurers to focus on dividend returns. Under new standards, bond investments classified as FVOCI will benefit from falling rates, likely improving equity. Listed insurers might adjust EV assumptions, minimally impacting EV, with slight negative effects on NBV and operating profit.

Life Insurance: Economic recovery, stable agent numbers, and popular savings products drove significant premium and NBV growth. We predict substantial premium increases for Ping An Insurance Group Co of China, China Pacific Insurance Group, and PICC Life, with YoY growth of 24.3%, 35.0%, and 37.1%, respectively. However, Q4 growth slowed due to rate cuts and temporary suspension of bank insurance business. NBV for China Life Insurance, Ping An, CPIC, New China Insurance, and PICC Life is expected to grow YoY by 12%, 34%, 28%, 15%, and 52%, respectively. Long-term savings products, like whole life insurance, sold well in 2023, stabilizing NBV margins, with a potential rebound in 2024. Workforce downsizing is slowing, with some insurers stabilizing. Agent productivity is likely to increase due to attractive savings insurance products and sales boosts from rate cuts.

Property Insurance: Premiums grew steadily, with an expected increase in the synthetic fund cost rate. PICC P&C, Ping An P&C, and CPIC P&C saw premiums grow by 6.3%, 1.4%, and 11.4% YoY, respectively. Q4 auto insurance remained stable, while non-auto insurance diverged. We anticipate a continued rise in NEV sales, boosting auto insurance premiums. Non-auto insurance performance varied, with Ping An's significant decline due to scaling back credit insurance. The comprehensive cost rate for PICC P&C, Ping An P&C, and CPIC P&C is projected at 97.9%, 100.2%, and 98.8%, respectively, in 2023.

Liabilities are resilient, assets have room to grow, and safety margins are high, offering both offense and defense. Insurance products remain competitive with other asset yields declining. With ten-year government bond yields at around 2.37% on March 1, easing pressure on new fixed-income investment returns is expected if long-term rates recover. The insurance sector's valuation on March 1, 2024, is historically low at 0.34-0.65 times 2024E P/EV. Top picks may include China Life Insurance, China Pacific Insurance Group, and Ping An Insurance Group Co of China.

Risk Warning: Long-term rate downtrend; significant stock market volatility; premium growth weaker than expected.

## 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).

平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601336.CH, 601628.CH 及 601319.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601336.CH, 601628.CH and 601319.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.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601336.CH, 601628.CH 及 601319.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 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601336.CH, 601628.CH and 601319.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 601601.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 601601.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

### 评级分布 Rating Distribution

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.

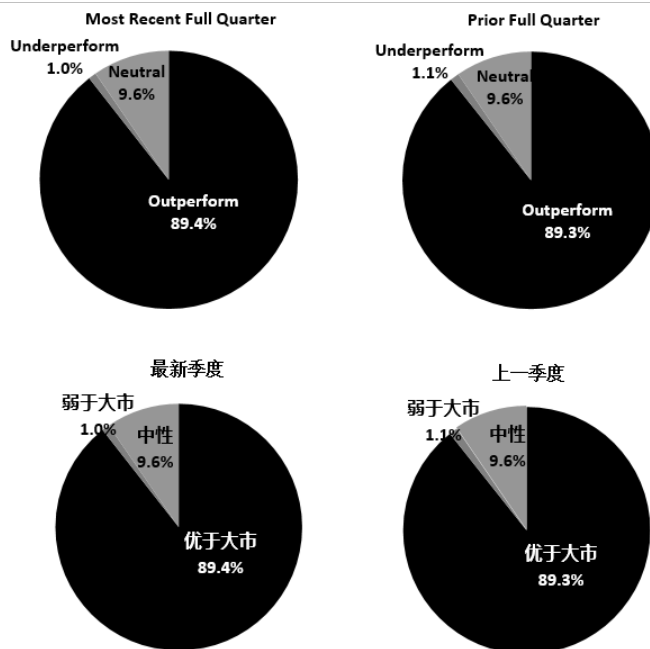
#### Analyst Stock Ratings

**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.**



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

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

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

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

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

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

### 重要免责声明:

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的 / 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](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

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

## IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

## 分发和地区通知：

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

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

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的

约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

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

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

**加拿大投资者的通知事项：**在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。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](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**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](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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

---