

## 成交活跃利好券商各项业务；长债利率下行、保险投资承压

Ting Sun  
ting.sun@htsec.com

**投资要点：**2024年2月日均股基交易额提升明显，两融余额有所下滑。资本市场各项改革持续推进，头部券商优势显著。保险行业2023年以来负债端持续大幅改善，中长期看好康养产业发展；十年期国债收益率仍在低位，如果后续经济预期改善、长端利率上行，保险公司投资端压力将显著缓解。重点关注：中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险、中信证券、华泰证券、中金公司等。

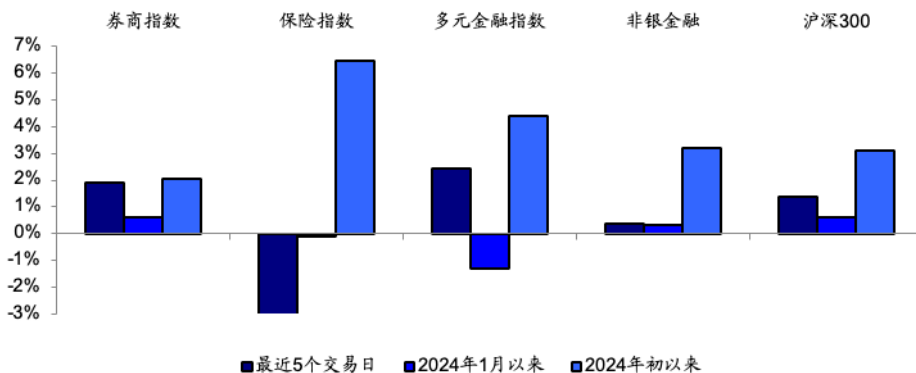
- **非银行金融子行业近期表现：**最近5个交易日（2024年2月26日-3月1日），多元金融行业、证券行业跑赢沪深300指数，保险行业跑输沪深300指数。多元金融行业上涨2.42%，证券行业上涨1.89%，保险行业下跌3.16%，非银金融整体上涨0.39%，沪深300指数上涨1.38%。
- **证券：2024年2月交易量提升，证监会召开资本市场法治建设座谈会。**1) 2024年2月交易量同比、环比皆上升。2月日均股基交易额为10539亿元，同比提升7.78%，环比1月提升25.67%。两融余额14844亿元，同比下降6.16%，较年初下降7.31%。2月份IPO发行16家，募集资金112.9亿元。2) 证监会召开资本市场法治建设座谈会，加大行政、民事和刑事立体追责力度。会上认为，办好资本市场，必须坚持市场化法治化改革方向，从制度上保障资本市场良法善治，要进一步完善中国特色证券期货执法司法体系，优化行刑衔接机制，加强执法司法高效协同，加大行政、民事和刑事立体追责力度，全面提升“零容忍”执法效能。3) 证监会就证券执法工作举行新闻发布会。主要涉及进一步加大对欺诈发行、财务造假等违法行为打击力度；构建“穿透式”线索筛查体系，对操纵市场、内幕交易行为进行精准识别、严厉打击。此外回应市场传言，明确目前没有IPO倒查10年的安排。4) 2024年3月1日券商行业平均估值1.3x 2024E P/B，重点关注全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、中金公司等。
- **保险：保费短期承压、中长期预计持续改善，资产端展望乐观。**1) 上市险企披露2024年1月保费收入。上市寿险公司1月单月保费收入同比-4.6%，产险公司1月单月保费合计同比+3.8%，其中人保车险单月保费同比+2.9%，非车险同比+2.6%。寿险保费同比下滑，我们预计主要由于：①银保渠道在“报行合一”政策后趸交业务受到较大影响，②2023年1月新单增速较低，导致2024年1月对应续期保费增速承压。2) 金监总局披露保险行业2023年经营数据，全年财务投资收益率仅2.23%。2023年末，保险公司总资产29.96万亿元，较年初增长10.4%。其中，产险公司总资产2.8万亿元，较年初增长3.3%；人身险公司总资产25.9万亿元，较年初增长10.9%。2023年全年，保险公司原保险保费收入5.1万亿元，同比增长9.1%。赔款与给付支出1.9万亿元，同比增长21.9%。新增保单件数754亿件，同比增长36.1%。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2024年3月1日保险板块估值0.34-0.65倍2024E P/EV，仍处于历史低位，建议继续关注行业相关投资机会。
- **多元金融：1) 信托：**2023年三季度末信托资产规模为22.64万亿元，同比+7.45%；2023Q1-3信托行业经营收入651亿元，同比-3.31%；利润总额406亿元，同比+6.05%。《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》发布实施，未来信托公司将在差异化监管的规范下逐步走向差异化发展之路。2) **期货：**2024年1月全国期货市场成交量为5.5亿手，成交额为44万亿元，同比分别+38.74%、+46.57%，2023年12月全国期货公司净利润11.1亿元，同比-25.14%。
- **行业排序及重点公司：**行业偏好排序为保险>证券>其他多元金融，重点关注中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险、中信证券、华泰证券、中金公司等。
- **风险提示：**市场低迷导致业绩和估值双重下滑。

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

## 1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2024 年 2 月 26 日-3 月 1 日），多元金融行业、证券行业跑赢沪深 300 指数，保险行业跑输沪深 300 指数。多元金融行业上涨 2.42%，证券行业上涨 1.89%，保险行业下跌 3.16%，非银金融整体上涨 0.39%，沪深 300 指数上涨 1.38%。

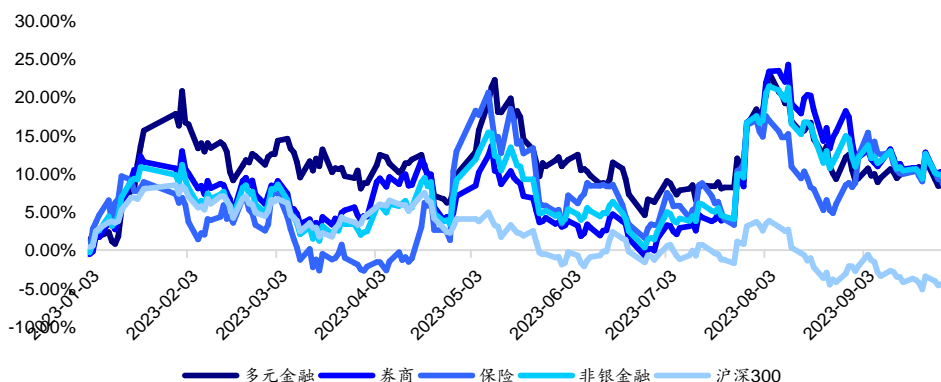
图1 最近 5 个交易日（2024.2.26-2024.3.1）非银金融子行业表现



资料来源：wind, HTI

2024 年以来（截至 3 月 1 日），保险行业表现较好。保险行业上涨 6.49%，多元金融行业上涨 4.43%，证券行业上涨 2.03%，非银金融上涨 3.2%，沪深 300 指数上涨 3.11%。

图2 2024 年以来保险行业表现较好



资料来源：wind, HTI 注：数据截止至 2024 年 3 月 1 日

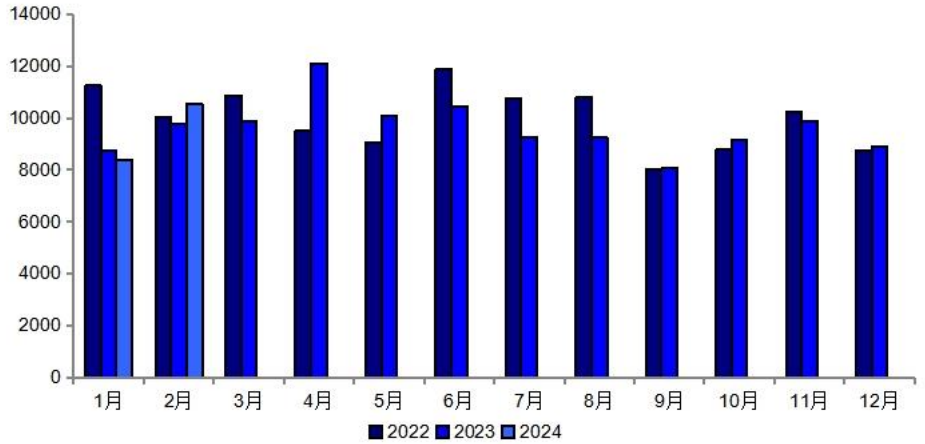
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，新华保险、中国人保股价表现相对较好，中国人寿表现相对较差；证券行业中，方正证券、西部证券表现较好，中信证券表现相对较差；多元金融行业中，焦点科技、华西股份表现较好，\*ST 民控表现相对较差。

## 2. 非银行金融子行业观点

### 2.1 证券：2024 年 2 月交易量同比、环比皆提升，证监会召开资本市场法治建设座谈会

2024 年 2 月交易量同比、环比皆上升。2 月日均股基交易额为 10539 亿元，同比提升 7.78%，环比 1 月提升 25.67%。两融余额 14844 亿元，同比下降 6.16%，较年初下降 7.31%。2 月份 IPO 发行 16 家，募集资金 112.9 亿元。

图3 2022-2024年各月日均股基交易额（亿元）



资料来源：wind，HTI 注：数据截止至2024年3月1日

**2月权益市场迎来反弹。**2024年2月沪深300指数上涨9.35%，上年2月下跌2.10%，2024年1月下跌6.29%；创业板指数上涨14.85%，上年2月下跌5.88%，2024年1月下跌16.81%；上证综指上涨8.13%，上年2月上涨0.74%，2024年1月下跌6.27%；中债总全价指数上涨0.57%，上年2月下跌0.15%，2024年1月上涨0.73%；万得全A指数上涨9.67%，上年2月下跌0.02%，2024年1月下跌12.59%。

表1 各指数涨跌情况

日期	沪深300指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全A
2024年2月	9.35%	14.85%	8.13%	0.57%	9.67%
2024年1月	-6.29%	-16.81%	-6.27%	0.73%	-12.59%
2023年2月	-2.10%	-5.88%	0.74%	-0.15%	-0.02%
2023年全年累计	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.63%	-5.19%
2024年至今累计	3.11%	-3.56%	1.75%	1.31%	-3.34%

资料来源：wind，HTI 注：数据截止至2024年3月1日

**证监会召开资本市场法治建设座谈会，加大行政、民事和刑事立体追责力度。**证监会党委书记、主席吴清主持召开资本市场法治建设座谈会，就完善资本市场基础制度、加强法治保障听取意见建议。座谈会上，与会代表对下一步工作思路和重点举措提出了意见建议：办好资本市场，必须坚持市场化法治化改革方向，加快上市公司监管、证券公司监管、证券投资基金监管、债券监管等各领域立法修法，及时评估完善业务规则，从制度上保障资本市场良法善治。进一步完善中国特色证券期货执法司法体系，优化行刑衔接机制，加强执法司法高效协同，加大行政、民事和刑事立体追责力度，全面提升“零容忍”执法效能。进一步落实民事赔偿救济，制定内幕交易、操纵市场民事赔偿等司法解释，加大代表人诉讼实施力度，发挥好当事人承诺制度作用，对违法犯罪行为的“首恶”精准追责、大力追赃挽损，切实保护好投资者特别是广大中小投资者的合法权益。

证监会就证券执法工作举行新闻发布会。证监会首席检查官、稽查局局长李明，首席风险官、发行司司长严伯进出席证监会新闻发布会，介绍了资本市场稽查执法的相关情况。主要涉及内容有：一是进一步加大对欺诈发行、财务造假等违法行为打击力度。证监会将多措并举，进一步加大对上市公司欺诈发行、财务造假，以及大股东违规占用等违法行为的打击力度。证监会将持续投入更大力、物力，通过年报审阅、公司历史数据对比、行业数据对比、重大舆情监测、投诉举报处置等多元化渠道识别造假线索，并通过现场检查核实验证，进一步提升线索发现能力。紧盯上市公司滥用会计政策调节利润等恶劣行为，不让造假者“瞒天过海”“蒙混过关”，注重全流程监管执法，把好“入口关”，坚持“申报即担责”对于上市公司实控人、董监高等“关键少数”违规占用担保等“监守自盗”行为，证监会将打好“组合拳”，通过打击惩处，清查追偿、限期整改、移送公安，让其“人财两空”。此外，对于证券服务中介机构，证监会将坚持“一案双查”，督促、警

示“看门人”切实归位尽责。二是将构建“穿透式”线索筛查体系，对操纵市场、内幕交易行为进行精准识别、严厉打击。证监会表示，操纵市场、内幕交易会破坏以价值投资为导向的市场生态，助长打探消息、投机炒作的恶劣风气，干扰投资者价值判断，形成了脱离基本面“炒差炒烂”的不良现象，严重影响市场定价功能发挥，侵害广大投资者合法权益。对此，证监会将通过全方位监控、大数据碰撞、多渠道收集、智能化分析等多维技术手段构建“穿透式”线索筛查体系，对操纵市场、内幕交易行为进行精准识别、严厉打击。一方面，重点惩治关键少数。证监会将加强信息披露与交易监管联动，对相关线索进行增维拓展分析，持续精准高效打击，让敢于以身试法的关键少数受教训、长记性。另一方面，紧盯新型违法案件。及时打击利用新产品、新技术从事违法违规行，消除监管盲区。近期，还出现部分团伙利用远程操控软件隐藏交易痕迹操纵市场，为快速卖出而清仓式砸盘出货，牟取巨额非法利益，证监会已配合公安机关完成收网，后续将推动严肃刑事追责。三是明确目前没有 IPO 倒查 10 年的安排。防范打击财务造假、欺诈发行是一个持续的过程，目前没有 IPO 倒查 10 年的安排，媒体出现这方面说法，体现了投资者对上市公司质量的关心关注。在发行上市监管工作中，证监会正在持续加强全链条把关，严审重罚财务造假、欺诈发行。证监会也将大幅提高拟上市企业现场检查比例，以上市公司质量的提升回应投资者的关切。

**券商板块估值低位，建议关注。**目前(2024年3月1日)券商行业平均估值 1.2x 2024E P/B，估值处于较低水平。考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

**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。

## 2.2 保险：负债端改善大趋势不变，资产端边际乐观

**上市险企披露原保费收入：**中国人寿、平安人寿、太保人寿、新华保险、人保寿险 2024 年 1 月原保费同比分别+2.2%、-3.9%、-14.7%、-15.0%、-18.5%。2) 人保财险、平安产险、太保产险、众安在线 2024 年 1 月保费同比分别+2.7%、+1.1%、+8.9%、+19.9%。**1) 上市寿险公司 1 月保费合计同比-4.6%，仅国寿正增长，太保、新华和人保寿险同比降幅相对较大，**我们预计主要由于：①银保渠道在“报行合一”政策后趸交业务受到较大影响，②2023 年 1 月新单增速较低，导致 2024 年 1 月对应续期保费增速承压，③24 年开门红预收暂停导致业务节奏调整；而国寿实现正增长或主要由于开门红筹备较早。人保寿险 1 月长险首年、期交首年分别同比-27.0%、+0.4%，趸交业务则同比显著下滑 42.7%。我们认为，当前居民储蓄需求依然旺盛，银行存款利率多次下调，保险产品相对吸引力进一步凸显，仍然看好险企负债端增长韧性。目前银保渠道“报行合一”已经基本落实，伴随监管加强费用管理，叠加各险企改革转型持续深入、逐步显效，保险行业有望进一步降低经营风险、实现高质量发展。**2) 上市产险公司 1 月保费合计同比+3.8%。**1 月人保财险车险保费同比+2.9%，我们认为与上年同期基数较高有一定关系。根据中国汽车工业协会微信公众号数据，新年促销活动持续进行，节前购车需求得到一定释放，1 月汽车产销量同比分别增长 51.2%和 47.9%。1 月人保非车险保费同比+2.6%，我们认为非车险增速较低可能主要由于部分政策性业务延期所致，其中货运险/企财险/责任险/意健险/农险/信保业务分别同比+27.2%/+10.0%/+6.7%/+1.6%/-2.1%/-33.3%。3) 我们认为，以人保财险为代表的龙头险企业务质地较好，车险业务中低赔付率的家自车占比较高、渠道费率可控，盈利空间远超中小险企，其竞争优势在改革下半场将愈发凸显。



表 2 寿险公司保费收入 (亿元)

寿险公司 保费收入	1月保费	同比	人保寿险保费结构	1月保费	同比
中国人寿	2066.00	2.2%	长险首年	140.84	-27.0%
平安人寿	989.43	-3.9%	趸交	70.21	-42.7%
太保人寿	449.27	-14.7%	期交首年	70.63	0.4%
新华保险	298.90	-15.0%	期交续期	174.96	-10.8%
人保寿险	320.04	-18.5%	短期险	4.24	24.7%
合计	4123.64	-4.6%	合计	320.04	-18.5%

人保健康险保费结构	1月保费	同比
长险首年	64.10	-14.3%
趸交	53.72	-22.9%
期交首年	10.38	102.3%
期交续期	15.98	-1.8%
短期险	31.90	21.7%
合计	111.98	-4.5%

资料来源：中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保定期保费公告，HTI

表 3 产险公司保费收入 (亿元)

产险公司保费收入	1月保费	同比	人保财险保费结构	1月保费	同比
人保财险	628.28	2.7%	机动车辆险	284.36	2.9%
平安产险	324.33	1.1%	意健险	173.41	1.6%
太保产险	253.93	8.9%	农险	59.85	-2.1%
众安在线	24.43	19.9%	责任险	40.12	6.7%
合计	1230.97	3.8%	企业财产险	31.81	10.0%
			信用保证险	6.22	-33.3%
			货运险	5.28	27.2%
			其他险种	27.23	15.6%
			合计	628.28	2.7%

资料来源：中国人保、中国平安、中国太保、众安在线定期保费公告，HTI

**负债端改善大趋势不变，资产端承压；安全边际较高，攻守兼备。**保险业经营具有显著顺周期特性，随着经济复苏，基本面改善已在进行中。1) 2023年2月以来，新单保费持续高增长，预计在宏观经济改善趋势下，保险产品消费需求将逐步复苏。2) 伴随国内稳增长政策持续落地，未来宏观经济预期改善，新增固收类投资收益率压力或将有所缓解。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，行业维持“优于大市”评级。

图 4 10年期中债国债到期收益率 (%)



资料来源：wind，HTI

**风险提示：**长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单保费增长不及预期。

### 2.3 多元金融：政策红利时代已经过去，信托行业进入平稳转型期；期货行业成交规模保持高位，创新业务或是未来发展方向

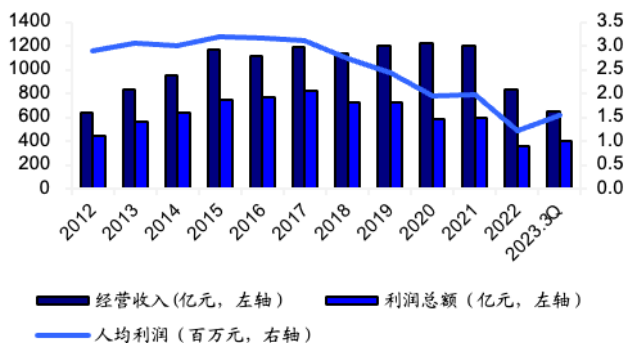
金融监管总局发布《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》，准入门槛提高，新增多项监管指标。主要修订内容如下：一是修改完善主要发起人制度。结合金融租赁业务发展和现实需要，在原《办法》建立的三类发起人制度基础上，增加国有金融资本投资、运营公司和境外制造业大型企业两类发起人；提高主要发起人的总资产、营业收入等指标标准，促进股东积极发挥支持作用，切实承担股东责任；提高金融租赁公司最低注册资本金要求，增强风险抵御能力。二是强化业务分级分类监管。按照业务风险程度及所需专业能力差异，进一步厘清基础业务和专项业务范围，取消非主业、非必要类业务，严格业务分级监管。适当拓宽融资渠道，增强股东流动性支持能力。三是加强公司治理监管。全面贯彻近年来金融监管总局出台的关于公司治理、股东股权、关联交易和信息披露等方面监管法规和制度要求，结合金融租赁公司组织形式、股权结构等特点，明确了党的建设、“三会一层”、股东义务、薪酬管理、关联交易、信息披露等方面的监管要求。适当提高部分股东资质条件，将主要发起人持股比例要求由不低于 30% 提高至不低于 51%，新增杠杆率及财务杠杆倍数指标。四是强化资本与风险管理。明确关于金融租赁公司资本充足、信用风险、流动性风险、操作风险以及重大关联交易等方面的监管要求，优化增设部分监管指标，明确监管评级、监管措施和行政处罚等方面监管要求。五是完善业务经营规则。根据金融租赁行业业务发展以及经营管理中的薄弱环节，补充完善各项业务经营规则，重点是增加对受让融资租赁资产、联合租赁、固定收益类投资、融资租赁咨询服务、保理融资、合作机构管理、员工管理、消费者权益保护、担保和保险合作、保证金业务等十个方面的具体经营和管理规则。六是健全市场退出机制。结合近年来高风险非银机构风险处置实践经验，明确解散、吊销经营许可证、撤销、接管、破产清算等五种处置方式，做好清算工作安排。

#### 2.3.1 信托：资产规模渐趋平稳并小幅回升

**资管新规过渡期结束，信托资产规模渐趋平稳。**据中国信托业协会，截至 2023 年三季度，信托资产规模为 22.64 万亿元，同比增加 7.45%，较 2023 年二季度提升 4.42%。从信托功能来看，事务管理较 2023 年二季度末上升 2.27% 至 8.7 万亿元，规模占比为 38.43%，较二季度末下降 8.1pct。信托行业由传统通道向主动管理转型继续深入。在监管引导下，信托业务资金来源结构持续优化，集合信托占比上升至 55.13%，单一资金信托占比下降至 17.49%，管理财产信托占比则相对稳定。从 2019 年 2 季度开始，集合资金信托占比开始超过单一资金信托，成为最主要的资金来源。2023 年 3 季度数据表明，信托行业在贯彻实施信托业务新分类标准过程中步伐稳健，以进促稳调整信托业务结构，融资类信托逐步式微，资产服务信托规模持续增长。信托公司转型方向更加清晰明确，经营业绩整体恢复向好，为转型业务的盈利水平提升与优化争取了相对宽裕的时间和空间。

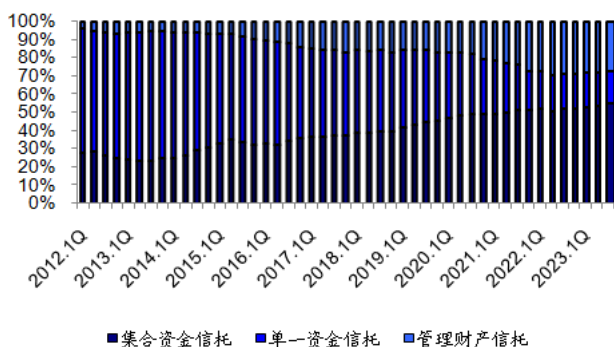
**信托行业 2023 前三季度利润同比增长。**信托行业 2023 前三季度实现经营收入 651 亿元，同比下降 3.31%，实现利润总额 406 亿元，同比增长 6.05%。2023Q3 单季经营收入环比 2023Q2 下滑 26.85%，利润总额环比下滑 32.43%。从收入结构来看，信托业务收入仍为主要来源，2023 年三季度，实现信托业务收入 387 亿元，同比下降 29.28%，收入占比为 59.48%，同比下降 21.84pct。投资业务累计收益为 221.06 亿，同比增长 37%。受个体事件影响，投资业务短期增长较为明显，同时在当年度拉低了信托业务的收入占比。总体上看，信托业务收入仍占经营收入的主导地位且占比稳步提升，信托公司回归信托本源的转型成效凸显。

图 5 信托行业经营收入及利润



资料来源：中国信托业协会，HTI

图 6 信托资产种类分布 (%)



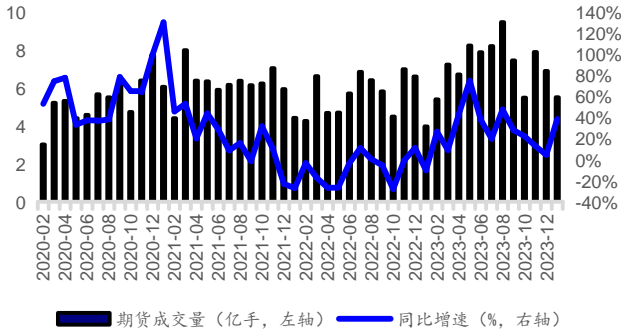
资料来源：中国信托业协会，HTI

《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》发布实施，未来信托公司将在差异化监管的规范下逐步走向差异化发展之路。一是探索发展家族/家庭等财富管理信托。信托业务分类标准构建了设立门槛覆盖全谱系财富、服务内容涵盖客户全生命周期的细分类型，从服务对象和服务内容两个维度为信托公司展业创造巨大市场机遇。以建立居民家庭财富信托账户为基础，信托公司可以提供财富分配与传承、保值增值、养老消费、保险保障、特殊需要照护、遗嘱安排等多场景的财富管理和受托服务，切实当好居民财富的好管家。二是不断提升标准化资产管理和服务能力。信托公司大力发展资产管理类业务成行业共识。伴随我国资本市场从新兴市场向成熟市场不断发展，信托公司作为机构投资者也需要建立与之匹配的投研能力、配置能力、产品能力和风控能力，稳步提升资产管理信托的专业化管理能力，在大资管市场中发挥差异化竞争优势。除此之外，信托公司还可以“生态合作者”的受托人身份开展资管产品服务信托，为私募基金等资管机构提供资产估值、结算、信披等专业化的受托服务。三是大力发展绿色信托。信托行业要积极践行 ESG 理念，主动参与气候投融资和碳金融，服务绿色低碳产业发展。积极布局以颠覆性技术和前沿技术催生的战略新兴产业和未来产业，创新探索知识产权信托和数据信托等新型资产服务信托，满足新质生产力的培育和拓展需求。除此之外，预付类资金服务信托、担保品服务信托等行政管理服务信托和风险处置服务信托是信托公司运用信托制度安排保护社会财富安全流转和盘活企业资产的长效机制，也有广阔的市场发展空间。

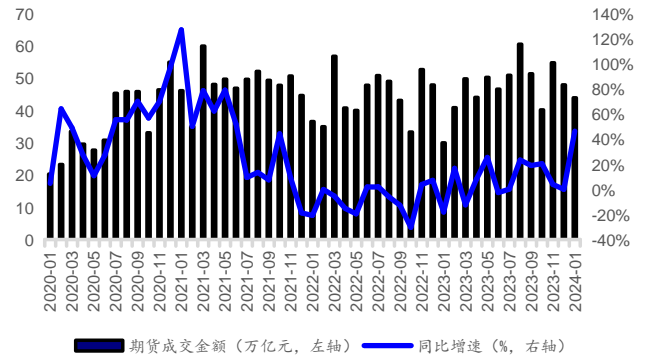
政策超红利时代已经过去，行业进入平稳转型期。过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱，我们认为信托报酬率和 ROE 已不及高峰时期，行业的爆发式增长已经告一段落，未来行业将进入整固和稳增长期。信托公司将通过强化管理、完善内部流程、产品创新等方面谋求转型，以适应市场和宏观经济的变化。

### 2.3.2 期货

期货行业市场成交量提升。根据期货业协会数据，以单边计算，2024 年 1 月全国期货市场交易市场成交量为 5.52 亿手，成交额为 44.02 万亿元，同比分别+38.74%、+46.57%，环比 2023 年 12 月分别下降 20.13%和 8.37%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

**图 7 期货行业市场成交量及增速**


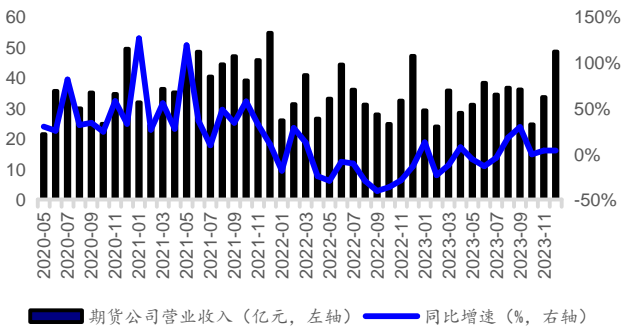
资料来源：中国期货业协会，HTI

**图 8 期货行业市场成交额及增速**


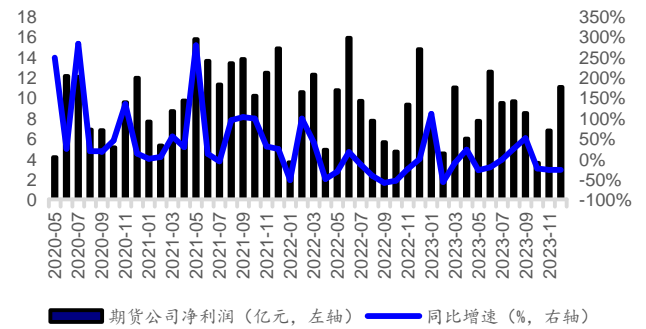
资料来源：中国期货业协会，HTI

**2023 年 12 月期货公司利润环比 11 月有所上升。**截至 2023 年 12 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。12 月实现营业收入 48.56 亿元，同比增加 3.01%，环比 11 月增加 44.18%；净利润 11.08 亿元，同比减少 25.14%，环比 11 月增加 62.17%。（说明：以上统计范围仅为期货公司母公司未经审计的财务报表，不包含各类子公司，如资产管理公司、风险管理公司、中国香港公司等境内外子公司报表数据）。

**我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。**我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2023 年 12 月末，共有 98 家期货公司在协会备案设立 101 家风险管理公司，其中 98 家风险管理公司备案了试点业务。12 月期货风险管理公司实现业务收入 188.16 亿元，环比 11 月减少 52.17 亿元，净利润为 0.1 亿元。

**图 9 期货公司营业收入及增速**


资料来源：中国期货业协会，HTI

**图 10 期货公司净利润及增速**


资料来源：中国期货业协会，HTI

### 3. 行业排序及重点公司

行业偏好排序为保险>证券>其他多元金融，重点关注中国人寿、新华保险、中国太保、中国平安、中信证券、华泰证券、中金公司等。

非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。

**风险提示：**市场低迷导致业绩和估值双重下滑。



表 4 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

表 5 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 人民币元	EV (元)							
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安-A	42.99	78.18	85.55	93.44	101.85	1.58	1.99	2.28	2.65
中国人寿-A	29.95	43.54	47.84	52.53	57.67	1.27	1.41	1.60	1.85
新华保险-A	33.15	81.93	88.77	96.74	105.46	0.78	0.90	0.99	1.10
中国太保-A	25.27	54.01	58.17	63.24	68.77	0.96	1.25	1.37	1.54
中国人保-A	5.25	6.41	7.14	8.03	9.03	0.08	0.12	0.14	0.15

证券简称	价格 人民币元	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安-A	42.99	0.55	0.50	0.46	0.42	-22.24	-21.37	-22.15	-22.17
中国人寿-A	29.95	0.69	0.63	0.57	0.52	-10.67	-12.73	-14.13	-14.98
新华保险-A	33.15	0.40	0.37	0.34	0.31	-62.80	-62.11	-63.97	-65.53
中国太保-A	25.27	0.47	0.43	0.40	0.37	-30.04	-26.35	-27.64	-28.20
中国人保-A	5.25	0.82	0.74	0.65	0.58	-13.80	-15.50	-20.54	-24.51

证券简称	价格 人民币元	EPS (元)				BVPS (元)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安-A	42.99	4.60	4.35	6.85	8.18	47.15	48.84	53.92	59.57
中国人寿-A	29.95	1.14	0.66	1.37	1.83	15.43	16.06	17.36	18.87
新华保险-A	33.15	3.15	2.56	4.11	5.26	32.98	35.37	40.61	50.59
中国太保-A	25.27	2.56	2.09	3.16	3.53	23.75	25.11	28.14	31.10
中国人保-A	5.25	0.55	0.48	0.57	0.66	5.01	5.52	6.11	6.77

证券简称	价格 人民币元	P/E (倍)				P/B (倍)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
中国平安-A	42.99	9.34	9.89	6.27	5.25	0.91	0.88	0.80	0.72
中国人寿-A	29.95	26.39	45.57	21.81	16.33	1.94	1.86	1.72	1.59
新华保险-A	33.15	10.53	12.97	8.07	6.30	1.01	0.94	0.82	0.66
中国太保-A	25.27	9.88	12.10	8.00	7.16	1.06	1.01	0.90	0.81
中国人保-A	5.25	9.51	10.92	9.24	7.92	1.05	0.95	0.86	0.78

资料来源：保险公司历年财报，WIND，HTI（基于 2024 年 3 月 1 日收盘价）

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

In February 2024, the average daily trading volume of stocks and funds increased significantly, while the balance of margin financing slightly declined. Capital market reforms continued, with leading securities firms showing significant advantages. The insurance industry has seen substantial improvements on the liability side since 2023, and the healthcare industry is expected to grow in the medium to long term. With the ten-year government bond yield remaining low, insurers' investment pressures may ease if economic expectations improve and long-term interest rates rise. Top picks may include China Life Insurance, China Pacific Insurance Group, Ping An Insurance Group Co of China, New China Life Insurance, CITIC Securities -H, Huatai Securities -H, China International Capital Corporation, etc. Recent performance of non-bank financial sub-sectors: Over the past five trading days (February 26 to March 1, 2024), the multi-finance and securities sectors outperformed the CSI 300, while the insurance sector underperformed. The multi-finance sector rose by 2.42%, securities by 1.89%, insurance fell by 3.16%, and non-bank finance overall increased by 0.39%, with the CSI 300 up by 1.38%.

Risk Warning: Market downturns may lead to declines in both 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.

601628.CH, 601601.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601336.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 601319.CH, 601211.CH, 601881.CH, 000776.CH, 民生中信建投南昌3号定向资产管理计划, 600999.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 601555.CH, 000783.CH, 600109.CH, 601108.CH, 000728.CH, 601375.CH, 600909.CH, 002797.CH 及 600369.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。

601628.CH, 601601.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601336.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 601319.CH, 601211.CH, 601881.CH, 000776.CH, 民生中信建投南昌3号定向资产管理计划, 600999.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 601555.CH, 000783.CH, 600109.CH, 601108.CH, 000728.CH, 601375.CH, 600909.CH, 002797.CH and 600369.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, 601211.CH, 601881.CH, 000776.CH, 601066.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 600109.CH, 601108.CH, 600909.CH, 600369.CH 及 601456.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

600030.CH, 601995.CH, 601211.CH, 601881.CH, 000776.CH, 601066.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 600109.CH, 601108.CH, 600909.CH, 600369.CH and 601456.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从601628.CH, 601601.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601336.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 601319.CH, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601788.CH, 601878.CH, 000783.CH, 600109.CH, 000728.CH 及 经查，统计期内做过期货交易。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 601628.CH, 601601.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601336.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 601319.CH, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601788.CH, 601878.CH, 000783.CH, 600109.CH, 000728.CH and 经查，统计期内做过期货交易。

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及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 601601.CH and 600958.CH.

### 评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

### 评级分布 Rating Distribution



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.

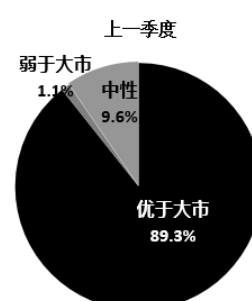
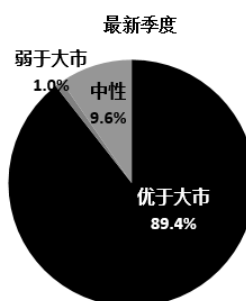
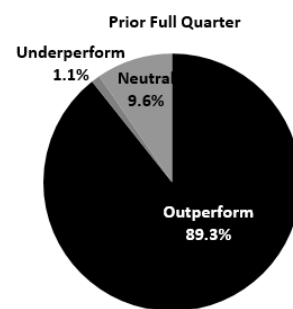
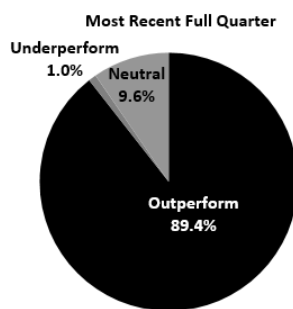
#### Analyst Stock Ratings

**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.**



#### 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 (“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](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. (“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](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策。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 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权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

**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>

---