

中国新旧动能转换的思考：借鉴 98-00 年

Yugen Xun
yugen.xun@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

投资要点：

- **核心结论：**①当前中国处于新旧动能转换期，增长乏力、需求疲弱的表征类似 98-00 年，这次老经济体量明显高于新经济，需稳中求进。②21 年以来我国地产市场已调整显著。实现经济旧动能企稳，需要落实地产新发展模式，比如政策支持以释放新市民住房需求。③激活经济新动能、发展新质生产力，需依托各地资源禀赋因地制宜，推动光伏出海，加快汽车智能化发展。
- **当前中国的挑战与 98-00 年类似：新旧动能转换。**当前中国经济表征类似 1998-2000 年。1998-2000 年通缩背后是我国正经历从劳动密集型产业到资本密集型产业的转型，社会总需求不振。此后，我国加入 WTO 和房地产市场化改革两大因素加速了从劳动密集型产业向资本密集型产业转型的过程，重工业、地产业成为驱动经济发展的主导产业，成为驱动经济发展的新动能。当前中国又处在新旧动能转换的重要节点。我国经济增长要实现高质量增长，需要从传统要素投入驱动转变为创新驱动，实现产业结构从资本密集型向技术密集型的升级。而与 98-00 年不同的是，这次新老经济体量差异大，新经济领域的成长速度尚未能够完全弥补传统产业减速带来的影响。24 年政府工作报告要求稳中求进、以进促稳，这意味着我国在追求新质生产力的“进”时，也需兼顾地产等传统产业的“稳”，协力应对新旧动能转换期的挑战。
- **稳住旧动能，需要释放新的住房需求。**2021 年以来房地产行业陷入调整，地产销售面积和投资额等明显回落。房地产行业的企稳，对稳住旧动能十分重要。从目前情况看，中国房地产行业调整已经明显，行业的企稳要看领先指标即销售面积，这需要政策支持，释放新的住房需求。旧动能的需求端仍有空间，我国有购房需求的新市民规模较大，且不断增加。当前我国有新市民存量近三亿人，且每年新市民的规模仍在扩大。政策激励下新市民购房需求释放，或使得我国商品房销售面积企稳。除了刚性需求，新市民还有较强的改善性住房需求。如果政策发力，使得新市民带来的新增购房需求达到 8000 万平以上，或将一定程度上对冲地产下行的影响。
- **激发新动能，需要更有效的政策措施。**借鉴美国 1980-2000 年产业转型的经验，我国需要大力发展科创产业。在当前的新旧动能转换阶段中，加速发展以新质生产力为代表的“新经济”将是我国实现稳中求进、以进促稳，推动高质量发展和产业转型升级的关键。当前中国经济激发新动能，需要从实际出发、因地制宜发展新质生产力。①当前光伏行业存在一定阶段性和结构性过剩风险。未来需求端需要持续开拓光伏应用场景，供给端需要加速技术迭代和产能升级，并加快出海步伐。②在汽车的电动化转型中，我国已经逐渐具备先发优势。我国应发挥汽车产业在电动化过程中积累的优势，加速智能化转型，推动整体汽车产业链向高端迈进。③长期来看，在未来发展新质生产力的过程中，应充分发挥我国超大规模市场和完备产业体系的优势，依托各地的资源禀赋和产业基础，实现各类生产要素的高效有序布局，避免陷入同质化发展和重复建设的低效竞争当中，使新质生产力发展形成规模效应、集群效应。
- **风险提示：**地产政策落地进度不及预期，地产测算过于乐观；技术突破和应用速度低于预期。

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. 当前中国的挑战与 98-00 年类似：新旧动能转换 | 4 |
| 2. 稳住旧动能，需要释放新的住房需求 | 6 |
| 3. 激发新动能，需要更有效的政策措施 | 6 |

图目录

| | | |
|------|--------------------------------------|----|
| 图 1 | 98-00 年及当前中国都出现价格水平低位运行的特征 | 4 |
| 图 2 | 1998、99 年和 2023 年中国 GDP 平减指数为负 | 4 |
| 图 3 | 改革开放初期我国具有明显的劳动力资源优势 | 5 |
| 图 4 | 2000 年后我国重工业产值占比逐渐提升 | 5 |
| 图 5 | 我国比较优势逐渐转向资本密集型产品 | 5 |
| 图 6 | 90 年代末我国商品市场供求失衡状况明显 | 5 |
| 图 7 | 新质生产力主要包括战略新兴产业和未来产业 | 6 |
| 图 8 | 近年来我国经济增长中枢持续放缓 | 6 |
| 图 9 | 地产及相关产业在 GDP 中占比仍高于 25% | 6 |
| 图 10 | 新质生产力在经济中的占比逐渐提升 | 6 |
| 图 11 | 中国地产销售、投资较高点分别回落 45% 和 28% | 7 |
| 图 12 | 中国和海外地产销售、投资走势对比 | 7 |
| 图 13 | 一线城市二手房房价回落幅度已经较大 | 7 |
| 图 14 | 每年新市民人数增加近千万 | 8 |
| 图 15 | 新市民有较强的当地购房、租房意愿 | 8 |
| 图 16 | 美国企业成为研发投入的主体 | 10 |
| 图 17 | 1980-2000 年美股科技企业 IPO 占比迅速提升 | 10 |
| 图 18 | 美国制造业中电脑及电子产品劳动生产率提升幅度最大 | 10 |
| 图 19 | 1980s 以来美国 TFP 对经济增长的贡献不断提升 | 10 |
| 图 20 | 新能源产业及细分领域产能情况 | 11 |
| 图 21 | 24 年中国新增光伏装机增速或将明显下滑 | 11 |
| 图 22 | 新能源产业及细分领域产能情况 | 11 |
| 图 23 | 中东地区光伏装机量或将快速增长 | 11 |
| 图 24 | 国产新能源车品牌全球市占率逐渐提高 | 12 |
| 图 25 | 我国动力电池企业在世界占据主导地位 | 12 |
| 图 26 | 中国各省市科创综合得分 | 12 |
| 图 27 | 青海省依托资源优势重点发展新材料产业 | 13 |
| 图 28 | 黑龙江等东北省份产业结构以能源、装备等重工业为主 | 13 |

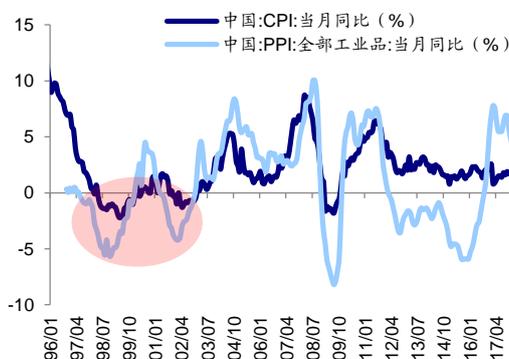
2023 年中以来国内物价水平持续低位运行，这引发了市场对于经济陷入通缩的担忧。回顾历史可见，1998-2000 年中国也出现过类似的宏观环境，经济处于新旧动能转换阶段，经济增长乏力、需求疲弱，当时通过启动商品房改革、加入 WTO 等措施，最终中国经济结构成功转型。本文借鉴当年历史，对目前中国经济顺利实现新旧动能的转换提出一些思考。

1. 当前中国的挑战与 98-00 年类似：新旧动能转换

当前中国经济表征类似 1998-2000 年。经济学界对于通缩的定义通常有以下两种：单一要素论的观点认为，通货紧缩是一段时期内价格总水平的持续下降；多要素论的观点认为通货紧缩表现为货币供应量下降和物价持续下跌，通常还伴随着经济衰退出现。尽管学界对于当前中国经济是否陷入通缩还有争议，但 2023 年中以来国内价格水平的持续低位运行已是不争的事实。23 年 6 月国内 CPI 同比降至 0%，此后一直在 0% 左右徘徊；PPI 同比自 22 年 10 月以来持续为负，24/02 时仍为 -2.7%。23 年我国实际 GDP 实现了 5.2% 的增长，但名义 GDP 的增速仅为 4.2%，GDP 平减指数转负为 -0.54%，是 1999 年以来的最低值。价格低位运行的现状是总需求疲弱的反映，23 年 5.2% 的实际 GDP 增速已明显低于 2015-2019 年 GDP 增速的均值 6.7%。

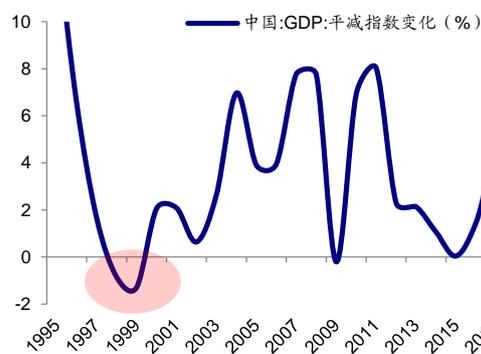
1998-2000 年中国也曾陷入通缩的泥潭。当前中国价格低位运行的经济表征与 1998-2000 年相似，当时国内 PPI 自 1997 年 6 月开始连续 31 个月同比负增，CPI 自 1998 年 4 月开始连续 22 个月同比负增。2000 年国内物价下行压力有所缓解，但 2001 年 PPI 当月同比和 CPI 当月同比再度转负。持续的价格水平下降使得 1998 年、1999 年名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速。98 年我国实际 GDP 增速为 7.9%、名义 GDP 增速仅 6.3%；99 年我国实际 GDP 增速为 7.7%、名义 GDP 增速仅 6.9%；期间 GDP 平减指数连续两年为负，分别为 -0.86%、-1.3%。中央财经委办公室副主任韩文秀称这一时期中国出现了通货紧缩趋势，98、99 年实际 GDP 增速明显低于 93-97 年 GDP 增速均值的 11.4%。

图1 98-00 年及当前中国都出现价格水平低位运行的特征



资料来源：Wind，HTI

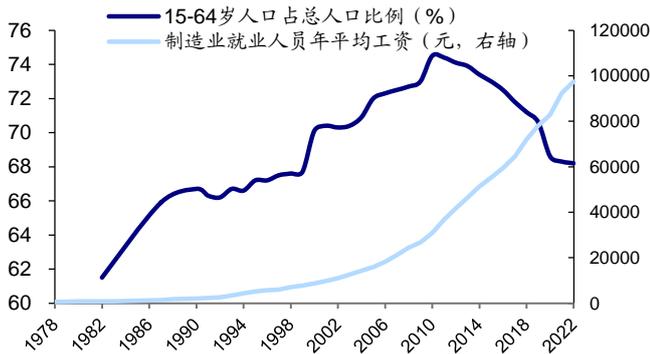
图2 1998、99 年和 2023 年中国 GDP 平减指数为负



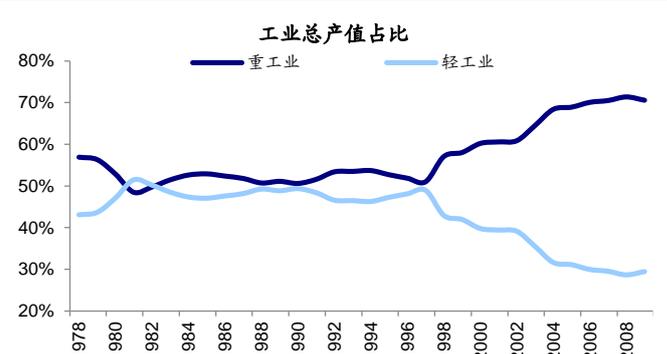
资料来源：Wind，HTI

1998-2000 年通缩背后是我国正经历从劳动密集型产业到资本密集型产业的转型，社会总需求不振。1978 年改革开放后，我国农业农村经济快速发展并释放了大量农村剩余劳动力，15-64 岁工作年龄人口占总人口比重从 1978 年的 57.8% 上升至 1997 年的 67.6%，有力支持了食品、纺织、家电等轻工业为代表的劳动密集型产业的发展，1978 年到 1997 年劳动密集型轻工业产值占工业总产值的比重由 43% 上升到 49%。随着资本的逐渐积累以及劳动力成本的提升，1995 年开始食品、纺服、鞋类等传统劳动密集型行业的显性比较优势（RCA）明显回落。1990 年代后期轻工业品的生产能力出现明显过剩。根据第三次全国工业普查数据，1995 年有半数的工业品产能利用率低于 60%；其中家电等耐用消费品产能过剩情况尤其突出，洗衣机产能利用率为 43.4%、彩电为 46.1%。此外，叠加 1997 年亚洲金融危机的爆发冲击全球经济，我国外需受到明显影响，出口增速由 1997 年的 21% 下滑到 1998 年的 0.5%。总的来看，这一时期社会总需求疲弱，工业消费品产能过剩，反映到经济上即出现了通缩和经济增速中枢下降的表征，实际 GDP 增速中枢从 1992-1997 年的 11.9% 下降到 1998-2000 年的 8.0%。

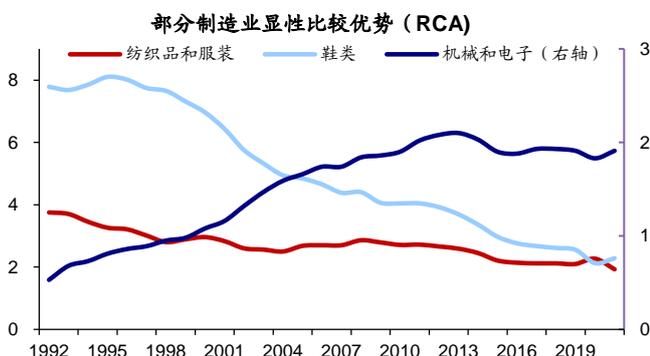
此后，我国加入 WTO 和房地产市场化改革两大因素加速了从劳动密集型产业向资本密集型产业转型的过程，重工业、地产业成为驱动经济发展的主导产业。首先，1998 年国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，全面结束住房实物分配，2003 年国务院发布《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，开启了房地产市场化的进程。城镇住房制度市场化改革背景下，国内居民住房需求快速释放，我国房地产市场进入黄金发展期，拉动钢铁、铝材、水泥等原材料工业迅猛发展。其次，2001 年加入 WTO 加速我国经济全球化进程，我国产业融入全球供应链，使制约我国产业发展的技术、人才、资金、市场等问题得以缓解，包括重化工业在内的产业得到快速发展，成为驱动经济发展的新动能。重工业总产值占工业总产值的比重从 2000 年的 60% 上升至 2011 年的 72%，中国实际 GDP 增速中枢也从 1998-2000 年的 8.0% 上升到 2001-2010 年的 10.6%。

图3 改革开放初期我国具有明显的劳动力资源优势


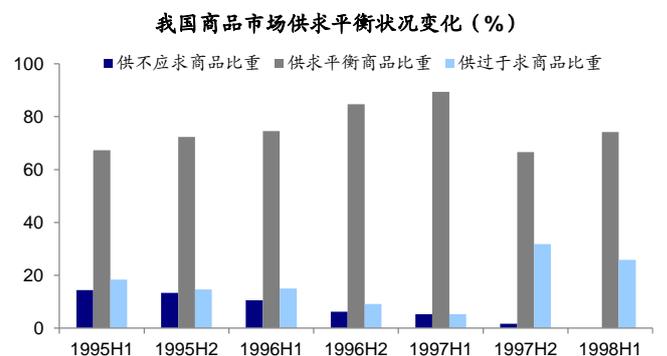
资料来源: Wind, HTI

图4 2000年后我国重工业产值占比逐渐提升


资料来源: CEIC, HTI

图5 我国比较优势逐渐转向资本密集型产品


资料来源: WITS, HTI

图6 90年代末我国商品市场供求失衡状况明显


资料来源: 《买方市场条件下的宏观调控 (韩文秀)》, 中国商业信息中心, HTI

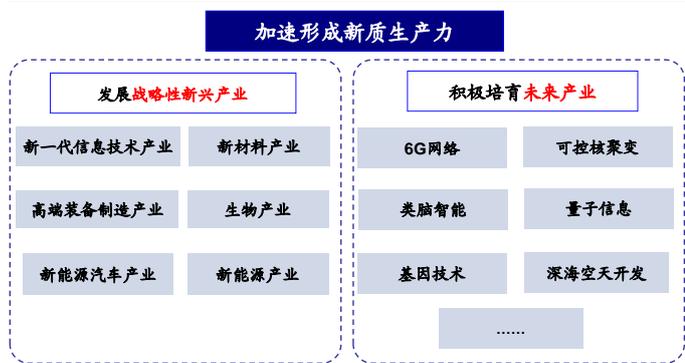
与 98-00 年类似，当前中国又处在新旧动能转换的重要节点。当经济发展达到一定阶段后，资本驱动模式则难以继续支撑经济的高速增长。大量的资本投入必然会面临资本回报率回落、边际产出下降、产能过剩等问题，使得同样规模的资本投入对经济增长的拉动作用逐渐削弱。2010 年以来，我国经济增长中枢逐渐下滑。GDP 增速中枢由 2000-08 年的 10.5% 回落至 2009-2019 年的 7.8%，2020-2023 年则进一步回落至 4.8%。我们在《新质生产力：构建经济增长新动能-20231215》中提出，经济增速的放缓反映出依靠资本投入驱动的粗放型发展模式或已经难以满足新时代下我国经济高质量发展的要求。

我国经济增长要实现高质量增长，需要从传统要素投入驱动转变为创新驱动，实现产业结构从资本密集型向技术密集型的升级。在此背景下，23 年 9 月 7 日习总书记在新时代推动东北全面振兴座谈会上首次提出“新质生产力”这一概念，并于 24 年 1 月 31 日在中共中央政治局第十一次集体学习时对新质生产力做了系统阐述，为我国塑造发展新动能新优势提供了科学指引。新质生产力与传统生产力有所不同，其摆脱了大量资源的投入，是以科技创新为核心驱动力，以全要素生产率大幅提升为核心标志，特点是创新、关键在质优、本质是先进生产力。战略性新兴产业和未来产业是培育新质生产力的

主阵地，战略新兴产业包括新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生物、新能源汽车、新能源六大产业；未来产业包括 6G 网络、可控核聚变、类脑智能、量子信息、基因技术、深海空天开发等。通过积极培育高科技含量的战略新兴产业来加快形成新质生产力，不仅能实现高质量发展阶段的产业结构转型和升级，也能持续地为我国经济增长提供动力。

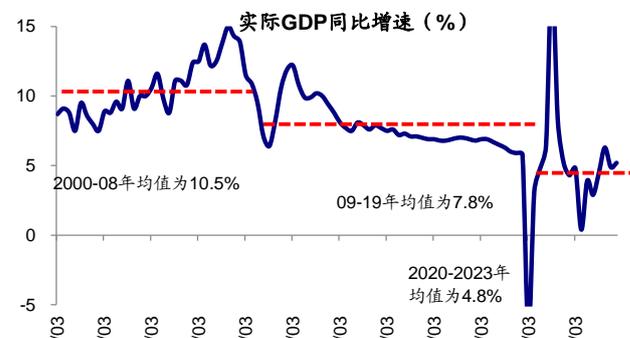
而与 98-00 年不同的是，这次转型期新老经济体量差异大，需两条腿走路。在 98-00 年从劳动密集型轻工业向资本密集型重工业转变的经济转型中，新旧产业占经济比重相对均衡。例如 97 年我国轻工业产值占工业总产值比重为 49%，重工业为 51%，随着以机械电子为代表的重工业比较优势持续提升，叠加中国入世和房地产市场化的推动，重工业逐渐成为经济的支柱产业。在当前产业转型升级过程中，新质生产力为代表的“新经济”已在快速发展，战略性新兴产业占 GDP 比重从 2014 年的 7.6% 上升至 2022 年的 13% 以上，但在整体经济中占比仍然较低。21 年以来以地产为代表的“老经济”持续下行，但 23 年地产及相关产业在 GDP 中占比仍达到 25.9%。可见当前新老经济体量差异大，新经济领域的成长速度尚未能够完全弥补传统产业减速带来的影响，在新旧动能转换时期更需注重两条腿走路。24 年政府工作报告要求稳中求进、以进促稳，这意味着我国在追求新质生产力的“进”时，也需兼顾地产等传统产业的“稳”，协力应对新旧动能转换期的挑战。

图7 新质生产力主要包括战略新兴产业和未来产业



资料来源：国家统计局，中国政府网，新华网，北京日报，新华社，HTI

图8 近年来我国经济增长中枢持续放缓



资料来源：Wind, HTI

图9 地产及相关产业在 GDP 中占比仍高于 25%



资料来源：Wind, HTI 测算

图10 新质生产力在经济中的占比逐渐提升



资料来源：国家统计局，中国政府网，HTI 测算

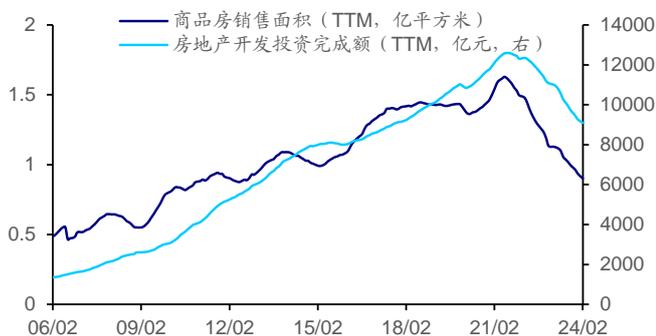
2. 稳住旧动能，需要释放新的住房需求

根据前文的推算，我国地产及其相关产业链占 GDP 的比重较高，且当前新动能还未发展完全，稳增长就需要旧动能不会出现过快的下滑。2021 年以来房地产行业进入调整期间，其中地产销售面积和投资额等明显回落。房地产行业的企稳，对稳住旧动能十分重要。从目前情况看，中国房地产行业调整已经明显，行业的企稳要看领先指标即销

售面积，这需要政策支持，释放新的住房需求。

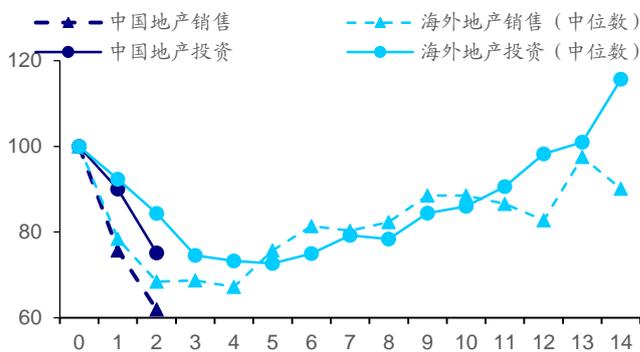
我国地产市场调整空间已较充分，持续时间还不确定。在报告《房地产：借鉴海外经验看调整幅度——24年六大总量话题3》中，我们参考了海外35个经济体的48轮地产下行周期，发现海外地产销售面积和投资额下跌周期的时长中位数分别为4年和6年，下跌深度的中位数分别为33%和27%。如果从年度值来看，2023年我国地产销售和投资较最高点（2021年）分别下跌38%和25%。如果从商品房销售面积和房地产开发投资额的12个月移动平均值来看，截至2024年2月，地产销售和投资分别从最高点（2021年6月和8月）下跌45%和28%。从时间来看，当前我国地产销售和投资的下跌分别已持续近三年（分别为30个和32个月）。此外，从价格的调整幅度来看，参考我国四个一线城市的二手住宅价格领先指数，可以发现当前地产市场已经调整到2019-2020年的水平，北上广深二手房价格较最高点分别回落20%、22%、21%和35%，这反映部分泡沫已经被挤出。综合来看，当前地产市场的跌幅虽然小幅放缓，但下一阶段的不确定性仍较强。

图11 中国地产销售、投资较高点分别回落45%和28%



资料来源：Wind, HTI

图12 中国和海外地产销售、投资走势对比



资料来源：CEIC, HTI。横坐标为距房价最高年份的年数，中国为2021年，数据为年度加总值

图13 一线城市二手房房价回落幅度已经较大



资料来源：Wind, HTI

旧动能的需求端仍有空间，我国有购房需求的新市民规模较大，且不断增加。当前我国有新市民存量近三亿人。2015年12月召开的中共中央政治局会议首次提出“要化解房地产库存，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革，扩大有效需求，稳定房地产市场”。2022年中央经济工作会议、2023年政府工作报告，再次明确指出“解决好新市民、青年人等住房问题”。根据2022年3月4日原银保监会、人民银行联合印发的《关于加强新市民金融服务工作的通知》，新市民“指因本人创业就业、子女上学、投靠子女等原因来到城镇常住，未获得当地户籍或获得当地户籍不满三年的各类群体，包括但不限于进城务工人员、新就业大中专毕业生等，目前约有三亿人”。每年新市民的规模仍在扩大，年均增加近750万人。我们测算，过去五年的年均新增外出农民工人数大约是78万人；年均高校毕业生是966万人，根据人力资源和社会保障

部信息中心《2022 中国大学生就业趋势调研报告》的数据，其中异地就业的比例大约在 69%左右，也就是异地就业的高校毕业生约 667 万人。两者相加，过去五年年均新增新市民 745 万人。

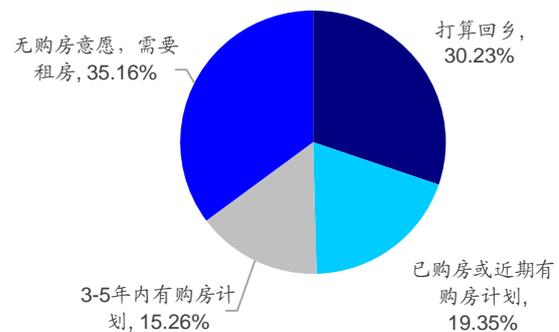
政策激励下新市民购房需求释放，或使得我国商品房销售面积企稳。根据清华大学《新市民住房情况与金融需求调研报告（2023 年二季度）》，我们发现在当前城市长期发展的新市民中，有 19.4%左右已购房或近期有购房计划，15.3%在 3-5 年内有购房计划，根据这一问卷数据，并考虑到新增新市民购房意愿或偏低，我们假定每年新增的新市民中 10%有在居住地的购房需求，那么每年新增刚性购房需求约 74.5 万套，如果参考当前小户型保障性租赁住房的 70 平/套面积计算，每年新增刚性购房面积约 5000 万平。除了刚性需求，新市民还有较强的改善性住房需求。根据新华网援引《中国人口普查年鉴 2020》显示，我国家庭平均每户居住面积达到 111.18 平方米。而根据清华大学《新市民住房情况与金融需求调研报告（2023 年二季度）》，在新市民中仅有 31.6%的居住住房建筑面积达到 90 平米以上。这说明新市民的居住条件还存在较大的改善空间，如果政策能够发力支撑，使得新增刚性购房需求的平均居住面积达到平均的 111 平方米，那么每年新增购房面积将从 5000 万平提高至 8270 万平。2023 年我国商品房中住宅销售面积较 2022 年减少 17.3%，如果今年销售面积的跌幅与去年持平，那么今年住宅销售面积或将较去年减少 1.6 亿平。如果政策发力，使得新市民带来的新增购房需求达到 8000 万平以上，或将一定程度上对冲地产下行的影响。

图14 每年新市民人数增加近千万



资料来源：Wind, HTI

图15 新市民有较强的当地购房、租房意愿



资料来源：《新市民住房情况与金融需求调研报告（2023 年二季度）》，HTI

满足新市民的刚性和改善性住房需求，需要构建和推进“市场+保障”的地产新发展模式。2021 年中央经济工作会议首次提出房地产行业要“探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。2023 年 8 月，《国务院关于规划建设保障性住房的指导意见》中指出“推进保障性住房建设……是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措”，要“尽快补齐保障性住房建设短板，提高保障性住房在住房总供给中的比例，不断满足工薪收入群体的基本住房需求”。**加快推进“三大工程”，是构建房地产业发展新模式的主要抓手。**2023 年 12 月，中央经济工作会议强调，“加快推进保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造等‘三大工程’。完善相关基础性制度，加快构建房地产业发展新模式”。国务院新闻办就《“十四五”公共服务规划》有关情况举行的发布会上提出，十四五期间，40 个重点城市计划新增 650 万套（间）保障性租赁住房，预计可帮助 1300 万新市民、青年解决住房问题。根据我们在报告《房地产：借鉴海外经验看调整幅度》中的测算，待改造城中村面积或逾 12.5 亿平方米，“三大工程”或带动年均投资过万亿，为城市提供价格更为合适的增量可售住宅，以满足新市民的购房、租房需求。基于上文分析，提出以下政策建议：

第一，可以由政府出资购买商品房作为公租房，投放市场以满足居民居住需求。2023 年 2 月，中国人民银行印发《关于开展租赁住房贷款支持计划试点有关事宜的通知》，设立“租赁住房贷款支持计划”，额度为 1000 亿元，向重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津 8 个试点城市发放租赁住房购房贷款。截至今年 3 月，政府共在其中五个城市投入资金 47.16 亿元，收购存量商品房 8352 套，单价在 80-100 万元/套。如

果 1000 亿元资金能够全部落地，那么我们预计政府能购买 8.8 万套商品房投放市场，这能一定程度上解决新市民的居住需求。这一模式既能够帮助地方去库存、稳房价，筹集保障房资源避免重复建设，也能够满足当前居民的刚性需求，并有助于培养居民“先租后购再改善”的住房梯度消费理念，促进地产市场平稳健康发展。

第二，可以对购买首套或改善性新建住房的新市民给予一定的补贴和优惠，包括直接补贴、利率优惠、降低首付比例、加大公积金支持力度等方式。例如安徽宣城市，为支持外来居民和基础性人才合理住房需求。对外地户籍人员（非宣城市户籍），非全日制本科生、大专生、中专生以及取得职业技能等级证书（初级工以上）的本地户籍人员在市区购买家庭唯一及第二套改善性新建商品住房的，按其所购房屋面积给予一定的购房补贴。

表 1 租赁住房贷款支持计划试点情况汇总

| 日期 | 城市 | 金额 | 套数 | 具体内容 |
|-----------|----|----------|------|--|
| 2023/5/31 | 福州 | 4.88 亿元 | / | 国家开发银行福建分行与福州左海集团签署总额 4.88 亿元的贷款合同，并实现全额放款，以支持福州市作为中国人民银行租赁住房贷款支持计划试点城市，收购存量住房用于扩大保障性租赁住房供给。 |
| 2023/6/12 | 济南 | 4.6 亿元 | / | 国家开发银行山东分行在济南发放全国首笔收购式保障性租赁住房试点专项贷款 4.6 亿元，用于支持购置存量住房用作保障性租赁住房，扩大租赁住房供给。 |
| 2024/1 | 天津 | 19.18 亿元 | 1826 | 天津滨海新区落地资金 19.18 亿元，支持收购首批存量住房项目 4 个，涉及房屋总套数 1826 套。 |
| 2024/1 | 青岛 | 18.5 亿元 | 2319 | 国家开发银行、工商银行、农业银行和中国银行青岛市分行成功发放首批试点贷款 18.5 亿元，支持收购首批存量住房项目 7 个，涉及房屋总套数 2319 套，主要用于向新市民、青年人等群体提供保障性租赁住房。 |
| 2024/2 | 重庆 | / | 4207 | 重庆市租赁住房贷款支持计划试点暨住房租赁基金首批收购项目签约仪式举行，重庆国企收购 4207 套存量商品房用于投入租赁市场。 |

资料来源：福州市人民政府，国家开发银行山东省分行，津滨网，青岛新闻网，中国建设新闻网，山东省地方金融管理局、崂山融媒，HTI

3. 激发新动能，需要更有效的政策措施

2000 年我国经济动能转换期中，重工业的快速发展以及大量的资本投入成为了我国经济高速增长的重要动力。在当前的新旧动能转换阶段中，加速发展以新质生产力为代表的“新经济”将是我国实现稳中求进、以进促稳，推动高质量发展和产业转型升级的关键。

当前我国或可借鉴 1980-2000 年美国产业转型升级经验。1970 年代美国受粮食危机和石油危机的影响，经济增速明显下滑，美国实际 GDP 增速中枢从 1960-1969 年的 4.5% 下降至 1970-1980 年的 2.9%。1980-2000 年间，美国通过发展科创成功实现产业转型升级，重塑了经济增长动能。

第一，美国转向供给学派，实施减税和放松管制。1980 年代初，美国实施了由需求管理政策向供给管理政策的转变。里根政府采取了一系列旨在提高效率和竞争力的结构调整政策，内容主要包括：减税、削减社会福利开支、增加研发投入鼓励技术创新、放松政府对企业规章制度的限制、减少政府对企业的干预等。通过这一系列的供给管理措施，提高了美国的生产效率，为 90 年代美国的整体竞争优势奠定基础。

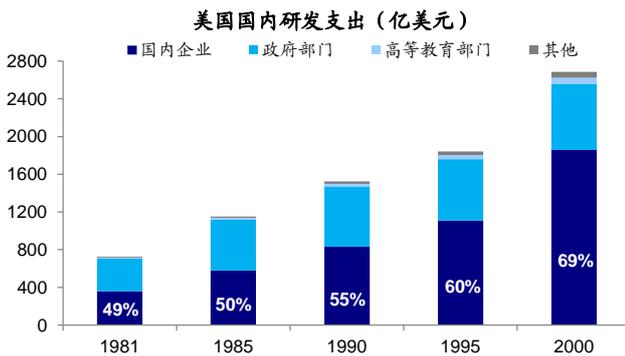
第二，确立企业在科技创新中的主体地位。美国主要采取提供创新资金、税收优惠和服务方式创新等方式，支持企业技术创新，并鼓励高校和企业之间的产学研合作，推动科技创新成果的产业化发展。在此期间，美国企业成为科研投入的主体，也是技术创新和产业化的主导力量，企业在美国研发支出中的占比从 1981 年的 49% 上升到 2000 年的 69%。

第三，充分发挥资本市场对科创企业的支持作用。美国充分发挥资本市场的融资功

能，确保科技创新和产业发展能够得到充足的资本支持。1978年后美国推出了免税、放宽企业登记限制等一系列政策鼓励股权投资，对美国高科技产业的发展起到了巨大的推动作用。1980-2000年期间以股权融资为代表的直接融资在社会融资结构中的占比不断提高，科技企业IPO数量占比达到37.6%，有力解决了科创企业融资难题。

最终，美国信息技术产业实现关键技术突破，劳动生产率大幅提高。1995-1999年，美国制造业劳动生产率年均复合增长率为9.7%，其中电脑及电子产品行业劳动生产率上涨幅度最大。在高科技产业的发展下，美国经济增长逐渐转变为技术驱动。1988-1990年，全要素生产率对经济增长的贡献率仅为16%左右，而到2001-2005年时期已明显提高至64%，美国GDP增速中枢也在1980年之后逐步回升，从70-80年的2.9%上升到81-90年的3.35%、91-00年的3.44%。

图16 美国企业成为研发投入的主体



资料来源：Wind, HTI

图17 1980-2000年美股科技企业IPO占比迅速提升



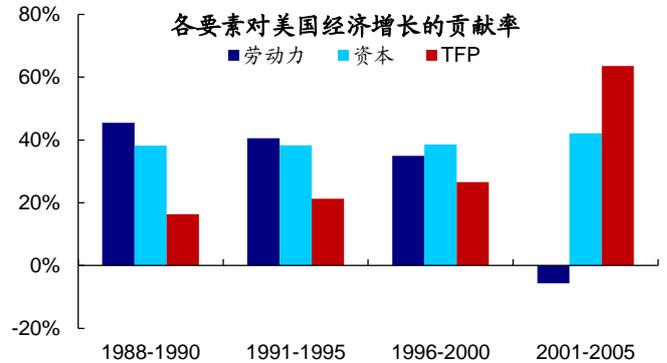
资料来源：《Initial Public Offerings: Technology Stock IPOs (Jay R. Ritter)》，HTI，注：IPO数据不包含低价股、ADRs、以及非Amex/NYSE/NASDAQ上市的公司等

图18 美国制造业中电脑及电子产品劳动生产率提升幅度最大



资料来源：BLS, HTI

图19 1980s以来美国TFP对经济增长的贡献不断提升



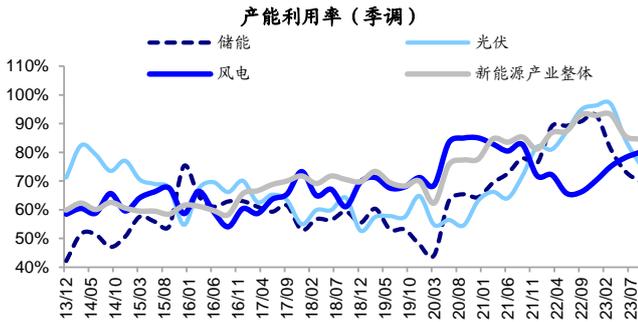
资料来源：BLS, HTI

当前中国经济激发新动能，需要从实际出发、因地制宜发展新质生产力。3月5日习总书记在参加江苏代表团审议时提出，发展新质生产力，“要防止一哄而上、泡沫化”，“要坚持从实际出发，先立后破、因地制宜”，“根据本地的资源禀赋、产业基础、科研条件等，有选择地推动新产业、新模式、新动能发展”。我们认为这不仅指出了我国新质生产力发展中出现的过度投资、产业趋同和产能过剩等问题，更指明了前进的方向和路径，基于此提出以下几点政策建议：

第一，光伏需重视中东等新兴市场，加快出海步伐。23年11月工信部表示当前中国光伏行业存在一定阶段性和结构性过剩风险。根据集邦咨询数据，光伏各产业链均出现产能过剩，硅片价格自22/08高点下滑超过70%。另外，我们采用边界生产函数法来测算战略新兴产业上市公司的产能利用率，也可以发现光伏上市公司产能利用率下滑较快，从22Q4的96%降至23Q3的76%。光伏领域严峻的供需形势延续到今年，根据世纪新能源网援引CPIA的数据，保守预期下24年中国光伏新增装机将下滑12%，乐观预期下也仅增长1.4%。往未来看，我们认为需求端需要持续开拓光伏应用场景，供给端

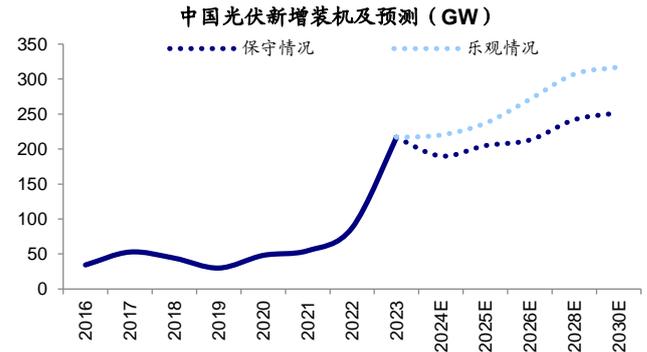
需要加速技术迭代和产能升级。另外，目前中国光伏产业已具备明显的成本优势和技术优势，在全球能源转型的大背景下，光伏产品及产能的扬帆出海也将成为应对国内严峻供需形势的解决方案。根据世纪新能源网援引 CPIA 的数据，保守预期 23-30 年全球新增光伏装机量 CAGR 为 4%、高于中国的 2.1%，乐观预期下全球新增光伏装机量 CAGR 为 6%、高于中国的 5.6%。其中，借助“一带一路”及中东能源转型的“东风”，中东地区可成为光伏出海消化过剩产能的重要市场。根据世纪新能源网援引 CPIA 和 SPE 的数据，22 年新增的光伏“GW 级市场”以希腊、英国等欧洲国家为主，而 23 年新增的光伏“GW 级市场”以阿联酋、沙特阿拉伯等中东国家为主。根据 SPE 的预测 23-27 年沙特阿拉伯光伏累计装机量年复合增速将达 61%、阿联酋将达 38%，在全球二十大光伏市场中处于第一梯队。

图20 新能源产业及细分领域产能情况



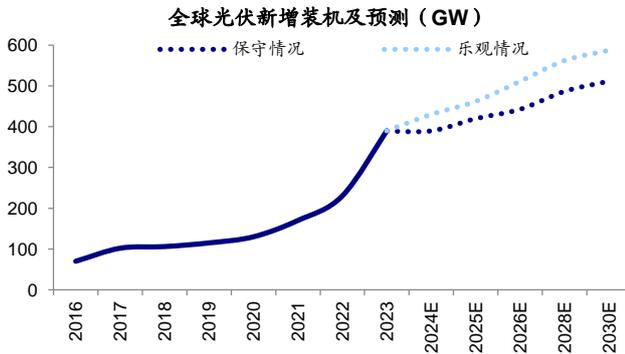
资料来源：Wind, HTI 测算

图21 24 年中国新增光伏装机增速或将明显下滑



资料来源：世纪新能源网, CPIA, HTI

图22 新能源产业及细分领域产能情况



资料来源：世纪新能源网, CPIA, HTI 测算

图23 中东地区光伏装机量或将快速增长



资料来源：SPE《Global Market Outlook for Solar Power 2023-2027》，HTI

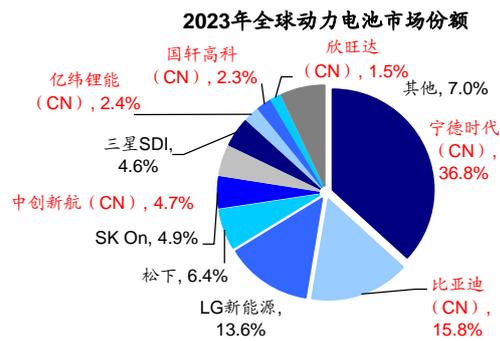
第二，把握汽车电动化、智能化机遇，提升汽车产业链各环节价值量。在汽车的电动化转型中，我国已经逐渐具备先发优势。23 年我国新能源汽车销量同比增长 38%，是世界最大的新能源车市场，产业链中动力电池、电机、电控等核心零部件领域已逐渐占据主导地位，根据 199IT 援引 SNE research 的数据，23 年中国企业在动力电池市场份额超 6 成。汽车电动化、智能化浪潮中，我国整车企业开始崭露头角，根据汽车纵横网援引 CleanTechnica，23 年比亚迪在全球新能源乘用车市场中占据了 21% 的市场份额，超过特斯拉位列全球第一，广汽、理想等国产品牌市场份额也逐年提升。当前智能网联技术正在快速发展，汽车智能化加速演绎，智能汽车已成为全球汽车产业发展的战略方向。我国应发挥汽车产业在电动化过程中积累的优势，加速智能化转型，推动整体汽车产业链向高端迈进。我们根据 AZO 和 Chinamobli 的数据测算，22 年我国汽车产业规模/GDP 仅为 1.9%（汽车产业规模为 0.5 万亿美元），远低于德国的 12.3%（0.5 万亿美元）、日本的 22.6%（0.96 万亿美元）。随着我国新能源车渗透率提升及价值量增长，我国汽车产业在经济中的占比也将逐渐提升，若未来汽车产业规模提升至日本的水平，汽车产业规模/GDP 有望上升 4% 左右。

图24 国产新能源车品牌全球市占率逐渐提高



资料来源: CleanTechnica, 腾讯网, 汽车纵横, 车家号, HTI

图25 我国动力电池企业在世界占据主导地位



资料来源: 199IT 援引 SNE research, HTI

第三, 发展新质生产力未来更需注重因地制宜。短期来看, 部分产能过剩领域需加快出海步伐; 长期来看, 在未来发展新质生产力的过程中, 应充分发挥我国超大规模市场和完备产业体系的优势, 依托各地的资源禀赋和产业基础, 实现各类生产要素的高效有序布局, 避免陷入同质化发展和重复建设的低效竞争当中, 使新质生产力发展形成规模效应、集群效应。

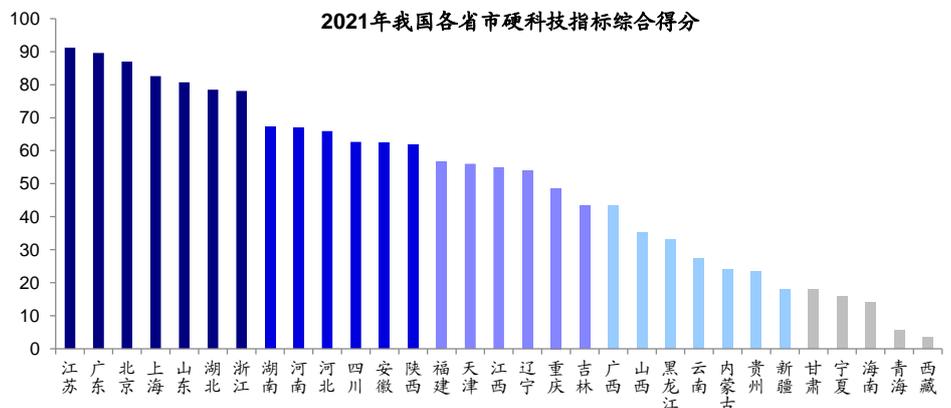
①京津冀、长三角、粤港澳地区创新优势突出, 江苏、北京、上海、广东等省市科综综合得分位列全国前列, 22年上海战略新兴产业增加值占GDP比重为23.8%、远高于全国的13%。未来应强化创新策源能力, 以科技创新促进产业创新, 加快发展新兴产业, 积极布局未来产业, 引领带动全国新质生产力发展。

②中部地区要强化产业协同和配套能力, 积极承接东部地区的新兴产业转移, 重点承接产业链关键环节, 培育建设各具特色、具备全球竞争力的产业链集群。例如, 湖北重点发展以光电子信息为特色的电子信息产业, 着力打造具有全球影响力的光电子信息产业集群, 力争24年产业规模突破万亿元。

③东北地区重工业基础雄厚, 例如黑龙江能源(22年占工业总产值为31.2%,下同)、石化(17.9%)、装备工业(13.1%)是其主导产业。未来应依托特有的重工业基础, 促进高新技术同传统制造业结合, 加快传统优势产业改造升级。

④西部和南部地区应发挥资源丰富的禀赋优势, 结合区域特色发展差异化的重点产业。例如西部的青海发挥资源优势, 重点开展新材料的制备研发, 22年青海新材料占战略新兴产业产值的比重超30%。南部的海南旅游和海洋资源丰富, 23年海洋经济占GDP比重上升到33.9%, 旅游及相关产业、热带特色高效农业增加值占GDP比重分别为9.2%、15.4%, 未来应依托丰富的旅游资源和海洋资源, 重点发展特色现代农业、以及旅游等现代化服务业。

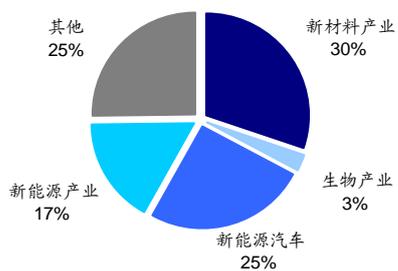
图26 中国各省市科综综合得分



资料来源: Wind, HTI 测算, 注: 1、部分指标2021年数据缺失, 采用各省(直辖市)18-20年均值进行填充。2、西藏自治区在部分指标数据存在缺失, 采用该指标当期除西藏自治区以外其余各省(直辖市)之和的增长率*西藏自治区该指标前值进行填充。

图27 青海省依托资源优势重点发展新材料产业

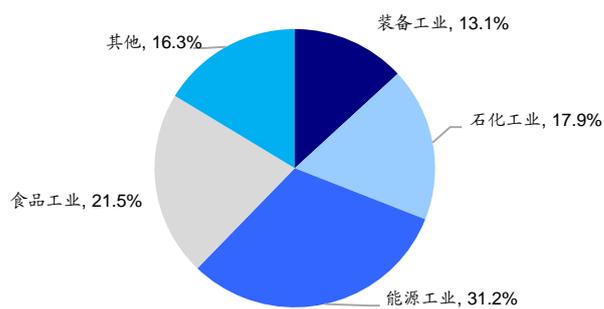
2022年青海战略性新兴产业总产值占比



资料来源：青海省统计局，HTI

图28 黑龙江等东北省份产业结构以能源、装备等重工业为主

2022年黑龙江四大主导产业工业总产值占比



资料来源：黑龙江省统计局，HTI

风险提示： 地产政策落地进度不及预期，地产测算过于乐观；技术突破和应用速度低于预期。

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

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

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htsec.com）

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

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

分析师股票评级

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

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

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

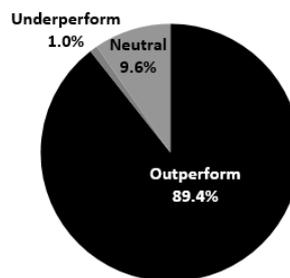
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

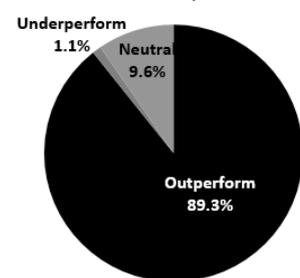
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains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

评级分布 Rating Distribution

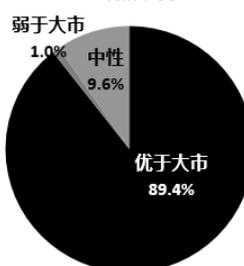
Most Recent Full Quarter



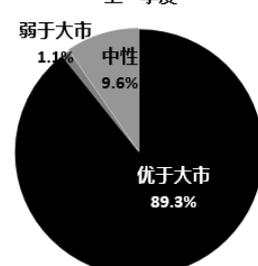
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

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

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

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

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

截至 2023 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 89.4% | 9.6% | 1.0% |
| 投资银行客户* | 3.9% | 5.1% | 5.6% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

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

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating

system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程,并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

任。

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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