

公募基金费改第二阶段正式落地；3月寿险保费增长提速

Ting Sun
ting.sun@htsec.com

投资要点：2024年以来日均股基交易额维持高位，两融余额持续增长。资本市场各项改革持续推进，头部券商优势显著。保险行业2024年负债端短期承压，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。

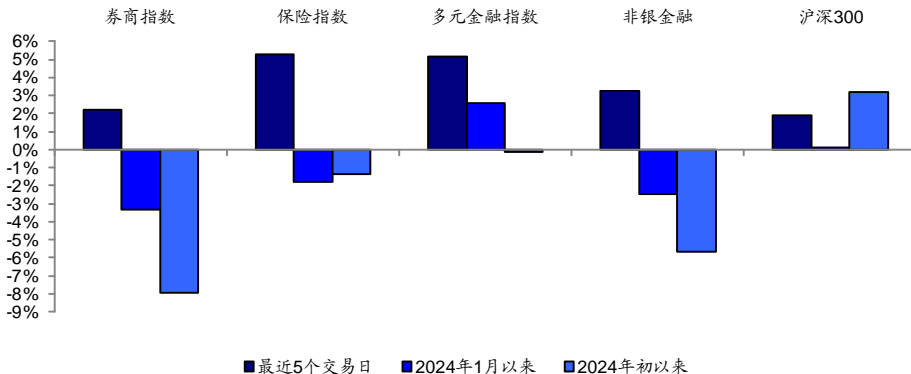
- **非银行金融子行业近期表现：**最近5个交易日（2024年4月15日-4月19日），多元金融行业、证券行业、保险行业均跑赢沪深300指数。保险行业上涨5.30%，多元金融行业上涨5.14%，证券行业上涨2.18%，非银金融整体上涨3.26%，沪深300指数上涨1.89%。
- **证券：2024年4月交易量有所下滑，公募基金证券交易管理规定出炉。**1) 2024年4月交易量高基数下有所下滑。截至4月19日，4月日均股基交易额为10045亿元，同比下降17.1%，环比3月下跌9.6%。截至4月18日，两融余额15334亿元，同比下降6.6%，较年初下降7.1%。2) **公募基金证券交易管理规定出炉，费改稳步推进。**证监会发布《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定》，于2024年7月1日正式实施。正式规定相比征求意见稿主要变化为：一是明确了不能通过转换存续基金交易模式的方式规避佣金分配比例上限；二是被动类产品佣金除不能支付研究之外，还不能用于流动性管理。规定要求被动股基佣金率不超过市场平均佣金率，其他类型基金佣金率不超过市场平均佣金率的两倍；超过10亿元的管理人，将佣金分配比例上限由30%调降至15%，券结基金不适用于佣金分配比例上限的规定。3) **证监会制定十六项措施，推动资本市场服务科技企业高水平发展。**证监会从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措，主要包括建立融资“绿色通道”，支持科技型企业股权融资，加强债券市场的精准支持，完善支持科技创新的配套制度等措施。4) **证监会优化沪深港通机制，促进内地香港资本市场协同发展。**证监会出台5项措施：放宽沪深港通下股票ETF合格产品范围，将REITs纳入沪深港通，支持人民币股票交易柜台纳入港股通，优化基金互认安排，支持内地行业龙头企业赴香港上市。5) **2024年4月19日券商行业（未包含东方财富）平均估值1.1x2024EP/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；“资产荒”问题严峻，期待长债利率上行。**1) 上市险企披露3月保费，寿险增速显著改善，产险恢复正增长。上市寿险公司3月单月保费收入同比+6.0%，增速较2月显著改善。一季度平安、人保新单保费增速略有承压，其中平安寿险一季度个人业务新单保费同比-4.8%，人保寿险一季度长险首年、长险期交分别同比-21.4%、-4.9%，我们预计主要是受银保渠道“报行合一”影响。产险公司3月单月保费合计同比+8.5%，其中人保车险单月保费同比+3.1%，非车险同比+10.4%。2) **为防范化解保险欺诈风险，保护保险消费者合法权益，推进保险业高质量发展，金融监管总局起草了《反保险欺诈工作办法（征求意见稿）》。**近年来，保险欺诈团伙化、职业化、跨地区、跨机构案件渐趋增多。现行《反保险欺诈指引》部分内容已不适应当前反欺诈工作需要。为此，金融监管总局起草了《办法》，强调顶层设计，加强统筹；突出反欺诈工作中的消费者权益保护；强化科技赋能和大数据应用，推动大数据反欺诈工作新模式。3) **我们认为，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4月19日保险板块估值0.31-0.67倍2024EP/EV，仍处于历史低位，维持“优于大市”评级。
- **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3月全国期货交易市场规模成交量为6.26亿手，成交额为49.7万亿元，同比分别-13.6%、-0.46%。2024年2月全国期货公司净利润2.97亿元，同比-34.4%。
- **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 4 月 15 日-4 月 19 日），多元金融行业、证券行业、保险行业均跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 5.30%，多元金融行业上涨 5.14%，证券行业上涨 2.18%，非银金融整体上涨 3.26%，沪深 300 指数上涨 1.89%。

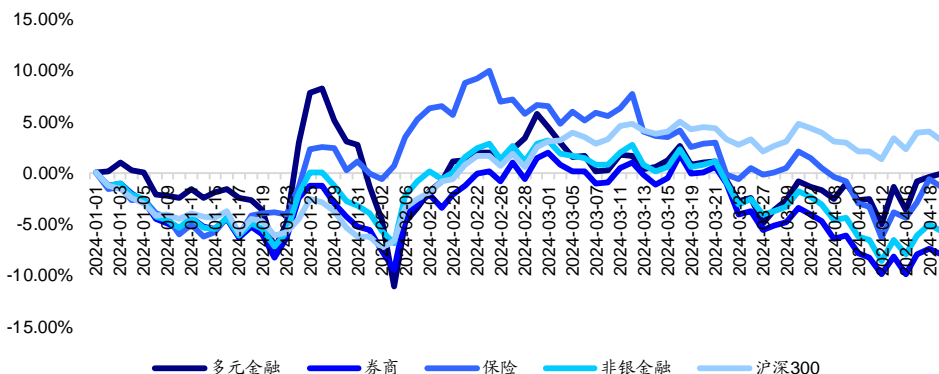
图1 最近 5 个交易日（2024.4.15-2024.4.19）非银金融子行业表现



资料来源：wind, HTI

2024 年以来（截至 4 月 19 日），多元金融行业表现好于保险行业和证券行业。多元金融下跌 0.11%，保险行业下跌 1.37%，证券行业下跌 7.94%，非银金融整体下跌 5.65%，沪深 300 指数上涨 3.22%。

图2 2024 年以来三个子行业表现均弱于沪深 300



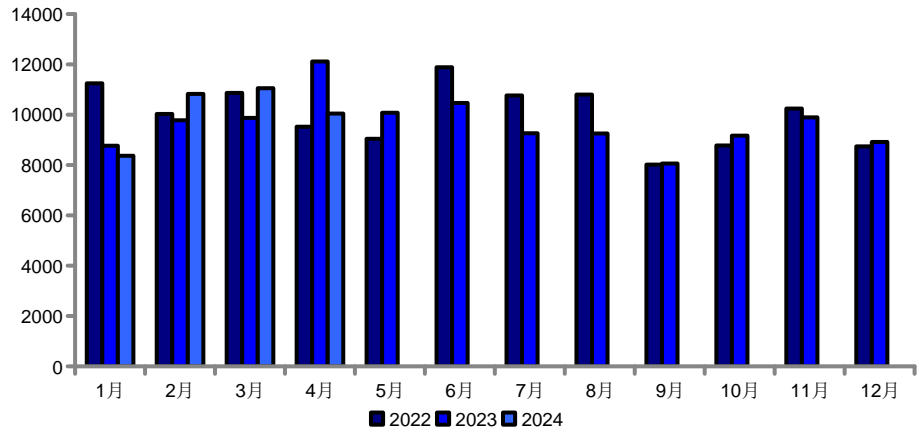
资料来源：wind, HTI 注：数据截止至 2024 年 4 月 19 日

公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国太保、新华保险股价表现相对较好，天茂集团表现相对较差；证券行业中，西部证券、国信证券表现较好，锦龙股份表现相对较差；多元金融行业中，ST 建元、渤海租赁表现较好，*ST 中期表现相对较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1 证券：2024 年 4 月交易量有所下滑，公募基金证券交易管理规定出炉

2024 年 4 月交易量高基数下有所下滑。截至 4 月 19 日，4 月日均股基交易额 10045 亿元，同比下降 17.1%，环比 3 月下跌 9.6%。截至 4 月 18 日，两融余额 15334 亿元，同比下降 6.6%，较年初下降 7.1%。4 月份 IPO 发行 5 家，募集资金 27 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4月19日

4月权益市场各指数表现分化。2024年4月沪深300指数上涨1.89%，上年4月下跌0.54%，2024年3月上涨0.61%；创业板指数下跌0.39%，上年4月下跌3.12%，2024年3月上涨0.62%；上证综指上涨1.52%，上年4月上涨1.54%，2024年3月上涨0.86%；中债总全价指数上涨0.26%，上年4月上涨0.33%，2024年3月下跌0.06%；万得全A指数下跌0.33%，上年4月下跌1.44%，2024年3月上涨1.35%。

表1 各指数涨跌情况

	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4月	1.89%	-0.39%	1.52%	0.26%	-0.33%
2024年3月	0.61%	0.62%	0.86%	-0.06%	1.35%
2023年4月	-0.54%	-3.12%	1.54%	0.33%	-1.44%
2023年至今累计	-11.38%	-19.41%	-3.70%	1.66%	-5.19%
2024年至今累计	3.22%	-7.16%	3.04%	1.76%	-4.88%

资料来源：wind，HTI注：数据截止至2024年4月19日

公募基金证券交易管理规定出炉，费改稳步推进。证监会发布《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定》，于2024年7月1日正式实施。正式规定相比2023年底发布的征求意见稿基本一致，主要变化为：1)明确了不能通过转换存续基金交易模式的方式规避佣金分配比例上限；2)被动类产品佣金除不能支付研究之外，还不能用于流通性管理。《规定》主要内容包括：**第一，合理调降公募基金的证券交易佣金费率。**被动股票型基金的交易佣金费率原则上不超过市场平均交易佣金费率，其他类型基金佣金费率原则上不超过市场平均佣金费率的两倍。当前佣金费率高于规定的，应当在三个月内完成交易佣金费率调整。**第二，降低证券交易佣金分配比例上限。**对规模不足10亿的权益类基金管理人，维持佣金分配比例上限30%；超过10亿元的管理人，将佣金分配比例上限由30%调降至15%。券结基金不适用于佣金分配比例上限的规定。**第三，强化公募基金证券交易佣金分配行为监管。**明确严禁将券商选择、交易单元租用、交易佣金分配等与基金销售规模、保有规模挂钩，严禁向第三方转移支付费用等。**第四，明确公募基金管理人证券交易佣金年度汇总支出情况的披露要求。**

证监会制定十六项措施，推动资本市场服务科技企业高水平发展。证监会制定了《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措，主要内容包括：**一是建立融资“绿色通道”。**加强与有关部门政策协同，精准识别科技型企业，健全“绿色通道”机制，优先支持突破关键核心技术的科技企业在资本市场融资。**二是支持科技型企业股权融资。**统筹发挥各板块功能，支持科技型企业首发上市、再融资、并购重组和境外上市，引导私募股权创投基金投向科技创新领域。完善科技型企业股权激励的方式、对象和实施程序。**三是加强债券**

市场的精准支持。推动科技创新公司债券高质量发展，重点支持高新技术和战略性新兴产业企业债券融资，鼓励政策性机构和市场机构为民营科技型企业发行科创债券融资提供增信支持。**四是完善支持科技创新的配套制度。**加大金融产品创新力度，督促证券公司提升服务科技创新能力。践行“开门搞审核”理念，优化科技型企业服务机制。

证监会优化沪深港通机制，促进内地香港资本市场协同发展。为配合《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》实施，证监会采取以下5项措施来进一步拓展优化沪深港通机制、助力香港巩固提升国际金融中心地位，共同促进两地资本市场协同发展。**一是放宽沪深港通下股票ETF合格产品范围。**在两地证监会指导下，沪深港交易所已达成共识，拟适度放宽合格股票ETF的平均资产管理规模要求，降低南向港股通ETF产品的港股权重和港股通股票权重要求，北向沪股通、深股通ETF产品做对等调整，支持香港国际资产管理中心建设。**二是将REITs纳入沪深港通。**拟总体参照两地股票和ETF互联互通制度安排，将内地和香港合格的REITs纳入沪深港通标的，进一步丰富沪深港通交易品种。**三是支持人民币股票交易柜台纳入港股通。**香港推出港币—人民币双柜台机制以来，内地与香港交易所和结算公司积极就人民币股票柜台纳入港股通开展研究，目前相关业务方案已初步达成共识。下一步双方将继续推进业务方案完善、规则修订、技术改造、投资者教育等各项准备工作，争取早日推出，助力人民币国际化。**四是优化基金互认安排。**拟推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，更好满足两地投资者多元化投资需求。**五是支持内地行业龙头企业赴香港上市。**境外上市备案管理制度规则发布实施一年来，已有72家企业完成赴港首次公开发行(IPO)备案，赴港上市融资渠道畅通，有力支持内地企业利用两个市场、两种资源规范发展。中国证监会将进一步加大和有关部门的沟通协调力度，支持符合条件的内地行业龙头企业赴港上市融资。

券商板块估值低位，建议关注。目前(2024年4月19日)券商行业(未包含东方财富)平均估值1.1x2024EP/B，估值处于较低水平。我们认为，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3月保费，寿险增速显著改善，产险恢复正增长。1)上市寿险公司3月单月保费收入同比+6.0%，增速较2月显著改善。平安、人保新单保费增速略有承压，其中平安寿险一季度个人业务新单保费同比-4.8%，人保寿险一季度长险首年、长期期交分别同比-21.4%、-4.9%，我们预计主要是受银保渠道“报行合一”影响。我们认为，当前居民储蓄需求依然旺盛，在其他类型资产收益率下降背景下，保险产品相对吸引力仍然显著，仍然看好险企负债端改善大趋势。从短期趋势上看，由于2023年4月起新单保费基数开始提高，我们判断接下来新单保费增速或将放缓，主要关注险企新单结构的优化情况。2)一季度产险增速整体稳健，3月人保车险与非车险增速均向好。一季度车险保费分别同比+1.9%、+3.5%，3月人保车险保费同比+3.1%，较2月增速由负转正。根据汽车工业协会微信公众号数据，3月份汽车产销较快增长，环比分别+78.4%和+70.2%，同比分别+4%和+9.9%。一季度人保、平安非车险分别同比+5.0%、+1.3%，3月人保非车险同比+10.4%，增速转正，我们认为非车险增速回升主要是由于政策性业务复苏带动。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	3月累计保费	累计同 比	3月保费	同比	人保寿险保费 结构	3月累计保费	累计同 比	3月保费	同比
中国人寿	3376.00	3.2%	849.00	4.4%	长险首年	242.95	-21.4%	65.61	19.7%
平安人寿	1733.02	0.9%	394.58	8.2%	夏交	118.78	-33.4%	33.99	50.4%
太保人寿	916.86	-5.4%	284.12	4.7%	期交首年	124.17	-4.9%	31.62	-1.8%
新华保险	571.93	-11.7%	176.02	-4.4%	期交续期	291.81	6.0%	63.66	59.1%
人保寿险	545.18	-8.2%	132.35	34.8%	短期险	10.42	4.2%	3.08	-7.8%
合计	7142.99	-0.8%	1836.07	6.0%	合计	545.18	-8.2%	132.35	34.8%

平安寿险保费 结构	Q1 保费	同比	Q1 保费	同比	人保健康险保 费结构	3月累计保费	累计同 比	3月保费	同比
个人业务	1782.99	1.1%	1782.99	1.1%	长险首年	95.80	2.4%	15.02	68.2%
新业务	452.12	-4.8%	452.12	-4.8%	夏交	73.21	-6.5%	9.55	165.3%
续期业务	1330.87	3.3%	1330.87	3.3%	期交首年	22.59	48.1%	5.47	2.6%
团体业务	70.47	2.8%	70.47	2.8%	期交续期	43.57	4.9%	15.49	16.9%
新业务	69.99	2.7%	69.99	2.7%	短期险	105.99	15.5%	41.62	17.3%
续期业务	0.48	5.8%	0.48	5.8%	合计	245.36	8.2%	72.13	25.1%
合计	1853.46	1.2%	1853.46	1.2%					

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

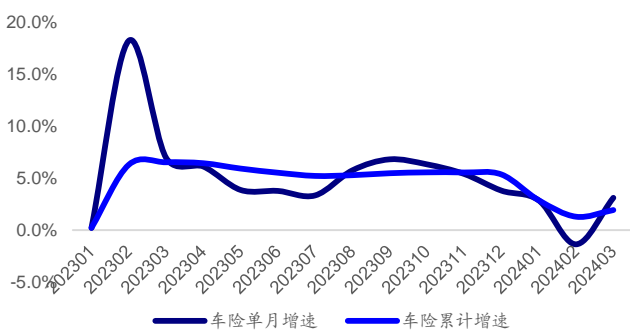
表 3 产险公司保费收入 (亿元)

产险公司保费 收入	3月累计保费	累计同 比	3月保费	同比	人保财险 保费结构	3月累计保费	累计同 比	3月保费	同比
人保财险	1739.77	3.8%	727.34	7.8%	机动车辆 险	692.40	1.9%	244.79	3.1%
平安产险	790.76	2.8%	285.89	5.9%	意健险	568.13	6.2%	255.09	10.1%
太保产险	624.91	8.6%	235.14	12.7%	农险	199.64	3.2%	112.18	14.7%
众安在线	70.86	18.1%	25.43	22.3%	责任险	116.03	1.3%	56.58	5.1%
合计	3226.30	4.7%	1273.80	8.5%	企业财产 险	61.42	11.3%	19.72	16.5%

平安产险保费 结构	Q1 保费	同比	Q1 保费	同比	信用保证 险 <th>3月累计保费</th> <th>累计同 比</th> <th>3月保费</th> <th>同比</th>	3月累计保费	累计同 比	3月保费	同比
车险	517.98	3.5%	517.98	3.5%	货运险	17.41	-7.6%	8.42	27.2%
非车险	181.88	-9.7%	181.88	-9.7%	其他险种	15.32	9.4%	6.48	5.4%
意健险	90.90	34.1%	90.90	34.1%	合计	69.42	5.2%	24.08	-0.4%
合计	790.76	2.8%	790.76	2.8%					

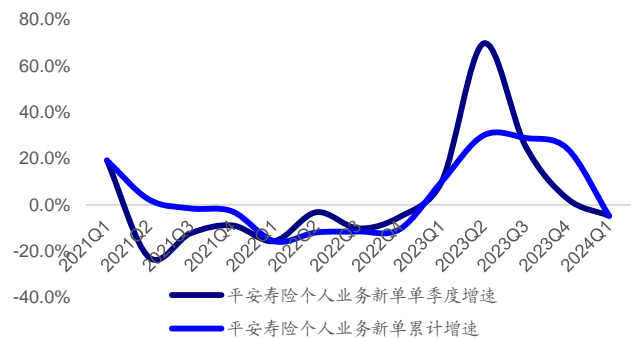
资料来源: 中国人保、中国平安、中国太保、众安在线定期保费公告, HTI

图4 人保财险3月车险保费增速+3.1%



资料来源: 中国人保定期保费公告, HTI

图5 平安一季度寿险个人业务新单同比-4.8%



资料来源: 中国人保定期保费公告, 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。我们认为，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) 十年期国债收益率继续下行，保险公司普遍面临“资产荒”。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4月19日保险板块估值0.31-0.67倍2024EP/EV，处于历史低位，行业维持“优于大市”评级。

图6 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

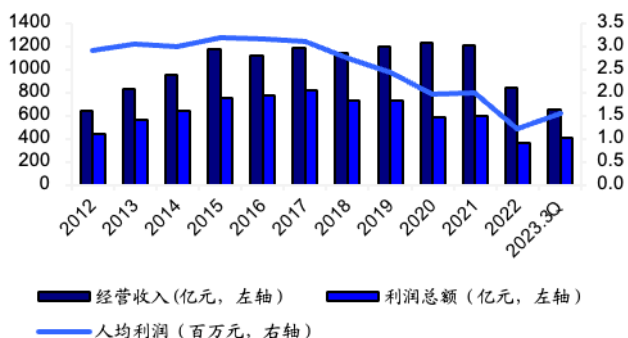
金融监管总局发布《金融租赁公司管理办法（征求意见稿）》，准入门槛提高，新增多项监管指标。主要修订内容如下：一是修改完善主要发起人制度。结合金融租赁业务发展和现实需要，在原《办法》建立的三类发起人制度基础上，增加国有金融资本投资、运营公司和境外制造业大型企业两类发起人；提高主要发起人的总资产、营业收入等指标标准，促进股东积极发挥支持作用，切实承担股东责任；提高金融租赁公司最低注册资本金要求，增强风险抵御能力。二是强化业务分级分类监管。按照业务风险程度及所需专业能力差异，进一步厘清基础业务和专项业务范围，取消非主业、非必要类业务，严格业务分级监管。适当拓宽融资渠道，增强股东流动性支持能力。三是加强公司治理监管。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。

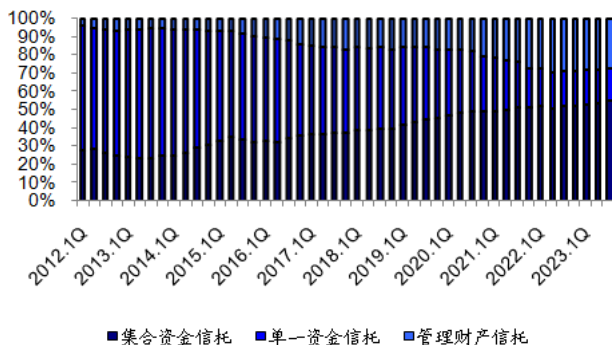
信托行业 2023 前三季度利润同比增长。信托行业 2023 前三季度实现经营收入 651 亿元，同比下降 3.31%，实现利润总额 406 亿元，同比增长 6.05%。2023Q3 单季经营收入环比 2023Q2 下滑 26.85%，利润总额环比下滑 32.43%。从收入结构来看，信托业务收入仍为主要来源，2023 年三季度，实现信托业务收入 387 亿元，同比下降 29.28%，收入占比为 59.48%，同比下降 21.84pct。投资业务累计收益为 221.06 亿，同比增长 37%。受个体事件影响，投资业务短期增长较为明显，同时在当年度拉低了信托业务的收入占比。总体上看，信托业务收入仍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7 信托行业经营收入及利润



资料来源：中国信托业协会，HTI

图8 信托资产种类分布 (%)



资料来源：中国信托业协会，HTI

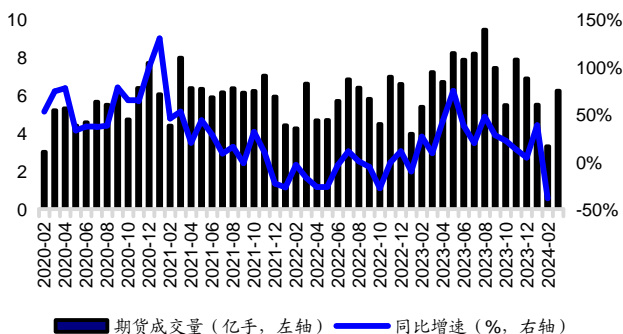
《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》发布实施，未来信托公司将在差异化监管的规范下逐步走向差异化发展之路。一是探索发展家族/家庭等财富管理信托。信托业务分类标准构建了设立门槛覆盖全谱系财富、服务内容涵盖客户全生命周期的细分类型，从服务对象和服务内容两个维度为信托公司展业创造巨大市场机遇。以建立居民家庭财富信托账户为基础，信托公司可以提供财富分配与传承、保值增值、养老消费、保险保障、特殊需要照护、遗嘱安排等多场景的财富管理和受托服务，切实当好居民财富的好管家。二是不断提升标准化资产管理和服务能力。信托公司大力发展资产管理类业务成行业共识。伴随我国资本市场从新兴市场向成熟市场不断发展，信托公司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平稳增长期。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

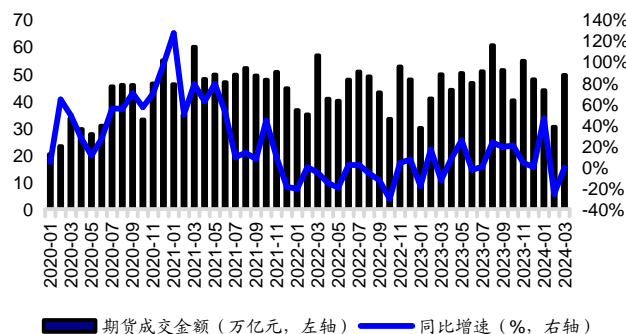
期货行业市场成交量有所下滑。根据期货业协会数据，以单边计算，2024 年 3 月全国期货交易市场规模成交量为 6.26 亿手，成交额为 49.67 万亿元，同比分别-13.56%、-0.46%，环比 2024 年 2 月分别下降 88.55%和 63.01%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1) 受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2) 目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图9 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10 期货行业市场成交额及增速

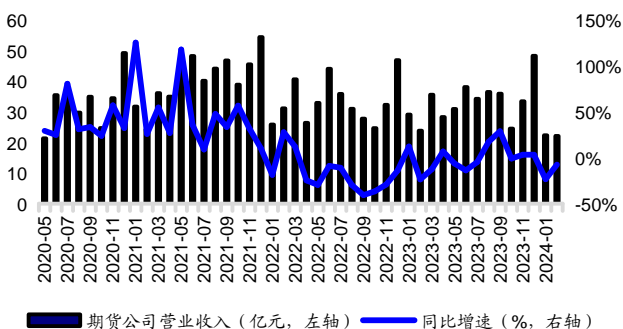


资料来源：中国期货业协会，HTI

2024 年 2 月期货公司利润环比 2024 年 1 月大幅提升。截至 2024 年 2 月末，全国共有 150 家期货公司，分布在 29 个辖区。2024 年 2 月实现营业收入 22.24 亿元，同比减少 7.22%，环比 2024 年 1 月减少 0.98%；净利润 2.97 亿元，同比减少 34.44%，环比 1 月增加 450%。（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）。

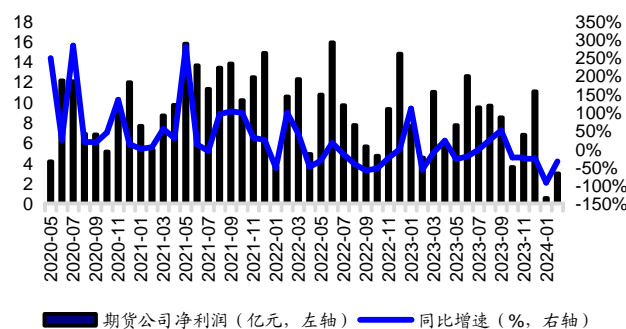
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至 2024 年 2 月末，共有 98 家期货公司在协会备案设立 101 家风险管理公司，其中 98 家风险管理公司备案了试点业务。2 月期货风险管理公司实现业务收入 96.22 亿元，环比 1 月减少 75.12 亿元，净亏损 1.0 亿元。

图11 期货公司营业收入及增速



资料来源：中国期货业协会，HTI

图12 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 4 月 19 日)

证券简称	股价	市值	P/E (倍)			P/B (倍)		
	(元)	(亿元)	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
中信证券	18.13	2687	12.6	11.7	12.0	1.1	1.1	1.0
东方财富	12.33	1946	22.9	22.9	21.5	3.0	2.7	2.5
海通证券	8.04	1050	16.0	15.7	13.4	0.6	0.6	0.6
国泰君安	13.41	1194	10.4	9.8	9.9	0.8	0.8	0.7
华泰证券	13.52	1221	11.0	9.4	8.8	0.8	0.8	0.7
中国银河	11.19	1224	15.8	14.0	13.5	1.4	1.2	1.0
申万宏源	4.56	1142	40.9	18.4	16.7	1.2	1.1	1.1
广发证券	12.91	984	12.4	11.4	11.9	0.9	0.9	0.7
中金公司	31.02	1497	17.0	21.3	20.7	1.8	1.7	1.5
中信建投	21.38	1658	22.1	18.4	17.1	2.4	2.3	2.0
招商证券	14.29	1243	15.4	14.1	13.7	1.2	1.2	1.0
东方证券	8.03	682	22.7	16.7	21.7	0.9	0.9	0.9
国信证券	8.95	860	13.0	13.2	12.4	1.1		1.0
兴业证券	5.47	472	15.7	16.3	12.3	0.9	0.9	0.8
光大证券	15.68	723	22.7	16.8	20.5	1.3	1.3	1.0
浙商证券	10.04	389	23.5	22.6	20.9	1.5	1.5	1.4
中泰证券	6.36	443	75.1	15.7	17.6	1.3	1.2	1.1
东吴证券	6.27	312	17.5	13.8	12.0	0.8	0.8	0.7
长江证券	5.41	299	15.3	11.1	13.3	1.0		0.9
方正证券	7.66	631	29.4	25.9	25.0	1.5	1.4	1.3
长城证券	7.31	295	32.8	17.6	16.7	1.1		
东北证券	6.85	160	69.4	14.7	13.6	0.9	0.9	
国金证券	8.45	314	23.2	16.8	14.3	1.0	1.0	1.0
西部证券	7.37	329	39.9	34.9	33.5	1.2		
红塔证券	7.01	331	858.3	145.1	83.1	1.4		
财通证券	7.32	340	20.1	15.7	13.3	1.0		0.9
国元证券	6.44	281	16.2	14.8	16.0	0.9	0.8	0.8
东兴证券	8.03	260	50.2	28.7	25.6	1.0		
国海证券	3.22	206	82.5			1.1		
华西证券	7.04	185	43.8	19.6	16.5	0.8		
中原证券	3.54	164	154.2	42.4	51.5	1.2	1.2	1.2
天风证券	2.86	248	-16.4	58.5	41.0	1.1		
山西证券	4.92	177	33.8	29.9	25.5	1.0		
华创阳安	6.77	153	40.5			0.8		
华安证券	4.64	218	18.5	17.9	16.0	1.1	1.1	1.0
中银证券	9.88	274	25.1	28.0	25.6	1.7		1.5
第一创业	5.24	220	46.2	37.3	32.8	1.5	1.5	1.4
西南证券	3.76	250	44.8	29.8	25.8	1.0		
国联证券	10.45	296	38.6	31.6	34.5	1.8	1.7	1.6
南京证券	7.56	279	38.0	30.2	27.5	1.7		
湘财股份	6.63	190	-56.5	105.7	68.5	1.6		1.6
财达证券	6.79	220	72.8	32.0	30.1	2.0		
哈投股份	4.89	102	-10.4			0.9		
太平洋	3.02	206	-457.6	66.2	60.2	2.2		
华林证券	11.07	299	64.3	145.1	79.9	4.7		
锦龙股份	9.89	89	-22.6	-31.7	-48.2	3.1		
华鑫股份	13.27	141	40.0	33.8	32.3	1.9		
国盛金控	9.12	176	-40.4			1.6		
大券商平均			17.9	15.1	14.9	1.3	1.2	1.1
平均			35.0	29.2	23.9	1.4	1.2	1.1

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)				1YrVNB (元)			
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	39.42	78.18	85.55	93.44	101.85	1.58	1.99	2.28	2.65
中国人寿-A	28.09	43.54	47.84	52.53	57.67	1.27	1.41	1.60	1.85
新华保险-A	29.95	81.93	88.77	96.74	105.46	0.78	0.90	0.99	1.10
中国太保-A	24.26	54.01	58.17	63.24	68.77	0.96	1.25	1.37	1.54
中国人保-A	5.36	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	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	39.42	0.50	0.46	0.42	0.39	-24.49	-23.16	-23.71	-23.52
中国人寿-A	28.09	0.65	0.59	0.53	0.49	-12.13	-14.05	-15.30	-15.99
新华保险-A	29.95	0.37	0.34	0.31	0.28	-66.92	-65.68	-67.19	-68.43
中国太保-A	24.26	0.45	0.42	0.38	0.35	-31.10	-27.15	-28.38	-28.86
中国人保-A	5.36	0.84	0.75	0.67	0.59	-12.49	-14.59	-19.73	-23.80

证券简称	价格 人民币元	EPS (元)				BVPS (元)			
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	39.42	4.60	4.35	6.85	8.18	47.15	48.84	53.92	59.57
中国人寿-A	28.09	1.14	0.66	1.37	1.83	15.43	16.06	17.36	18.87
新华保险-A	29.95	3.15	2.56	4.11	5.26	32.98	35.37	40.61	50.59
中国太保-A	24.26	2.56	2.09	3.16	3.53	23.75	25.11	28.14	31.10
中国人保-A	5.36	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	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	39.42	8.57	9.07	5.75	4.82	0.84	0.81	0.73	0.66
中国人寿-A	28.09	24.75	42.74	20.46	15.32	1.82	1.75	1.62	1.49
新华保险-A	29.95	9.51	11.72	7.29	5.70	0.91	0.85	0.74	0.59
中国太保-A	24.26	9.48	11.62	7.68	6.87	1.02	0.97	0.86	0.78
中国人保-A	5.36	9.71	11.14	9.43	8.08	1.07	0.97	0.88	0.79

资料来源：保险公司历年财报，WIND，HTI（基于 2024 年 4 月 19 日收盘价）

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Since 2024, daily average trading volume in stock funds remains high, with margin financing balances growing. Capital market reforms continue, with leading brokers showing significant advantages. The insurance industry faces short-term liability pressure in 2024 but has a positive long-term outlook for the health and wellness industry. If economic expectations improve and long-term interest rates rise, insurers' investment pressures will ease. Top picks include China Life Insurance, China Pacific Insurance Group, CITIC Securities -H, Huatai Securities -H, China International Capital Corporation, etc. Recent performance in non-bank financial sub-sectors: Over the past 5 trading days (April 15-19, 2024), the multi-finance, securities, and insurance industries all outperformed the CSI 300. The insurance sector rose by 5.30%, multi-finance by 5.14%, securities by 2.18%, and non-bank finance overall by 3.26%, while the CSI 300 increased by 1.89%.

Securities: April 2024 trading volume declined from a high base, and regulations for public fund securities trading were released. As of April 19, the average daily trading volume in April was RMB 1.0045 trillion, down 17.1% YoY and 9.6% from March. Margin financing balances were RMB 1.5334 trillion as of April 18, down 6.6% YoY and 7.1% from the beginning of the year. The CSRC has introduced measures to support high-level development of capital markets for tech companies and optimized the Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect to promote coordinated development of mainland and Hong Kong capital markets. As of April 19, 2024, the securities industry (excluding East Money Information) had an average valuation of 1.1x 2024EP/B. We prefer leading companies that fully benefit from active capital market policies, such as CITIC Securities -H, Huatai Securities -H, and China International Capital Corporation.

Insurance: Premiums face short-term pressure, but a continuous improvement is expected in the medium to long term; the 'asset shortage' issue is severe, with hopes for long-term bond rate increases. Listed insurers disclosed March premiums, with life insurance growth significantly improving and property insurance returning to positive growth. The Financial Regulatory Authority has drafted 'Anti-Insurance Fraud Measures (Draft for Comment)' to combat insurance fraud and protect consumer rights. We believe the insurance industry's operations have significant pro-cyclical characteristics and will improve significantly with economic recovery. As of April 19, 2024, the insurance sector's valuation was between 0.31-0.67 times 2024EP/EV, still at historical lows, maintaining an 'Outperform' rating.

Multi-Finance: Trusts: As of Q3 2023, trust asset scale reached RMB 22.64 trillion, up 7.45% YoY. Futures: In March 2024, national futures market trading volume was 626 million contracts, with a turnover of RMB 49.7 trillion, down 13.6% and 0.46% YoY, respectively. Industry ranking: Insurance > Securities > Other Multi-Finance. Key companies 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.

Risk Warning: Market downturns may lead to double declines in 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@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).

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, 601788.CH, 601108.CH, 601375.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, 601788.CH, 601108.CH, 601375.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, 601788.CH, 601108.CH, 601375.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.

000776.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601108.CH 及 601375.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

000776.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601108.CH and 601375.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

601628.CH, 601601.CH, 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 300059.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601336.CH, 601319.CH, 6060.HK, 601211.CH, 601881.CH, 000776.CH, 601066.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 601555.CH, 000783.CH, 601901.CH, 600109.CH, 601108.CH, 000728.CH, 601375.CH, 600909.CH, 002797.CH, 600369.CH, 601456.CH 及 600816.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, 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 300059.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601336.CH, 601319.CH, 6060.HK, 601211.CH, 601881.CH, 000776.CH, 601066.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601377.CH, 601788.CH, 601878.CH, 601555.CH, 000783.CH, 601901.CH, 600109.CH, 601108.CH, 000728.CH, 601375.CH, 600909.CH, 002797.CH, 600369.CH, 601456.CH and 600816.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.

中国太平洋财产保险股份有限公司（统一客户）

备注：为中国太平洋保险(集团)股份有限公司的子公司，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, 国泰君安中原证券联盟精选 1 号 F O F 集合资产管理计划

备注：中原证券股份有限公司资产管理计划，600909.CH, 光大证券第一创业长安优享 F O F 1 号单一资产管理计划

备注：第一创业证券股份有限公司的资产管理计划，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。

中国太平洋财产保险股份有限公司（统一客户）

备注：为中国太平洋保险(集团)股份有限公司的子公司，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, 国泰君安中原证券联盟精选 1 号 F O F 集合资产管理计划

备注：中原证券股份有限公司资产管理计划，600909.CH, 光大证券第一创业长安优享 F O F 1 号单一资产管理计划

备注：第一创业证券股份有限公司的资产管理计划，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, 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 300059.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601336.CH, 601319.CH, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH,

600958.CH, 601788.CH, 601878.CH, 000783.CH, 600109.CH, 000728.CH, 601375.CH, 经查, 统计期内购买过公司代销基金。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, 600030.CH, 601688.CH, 601995.CH, 300059.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601336.CH, 601319.CH, 601211.CH, 000776.CH, 600999.CH, 600958.CH, 601788.CH, 601878.CH, 000783.CH, 600109.CH, 000728.CH, 601375.CH, 经查, 统计期内购买过公司代销基金。and 经查, 统计期内做过期货交易。.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

Analyst Stock Ratings

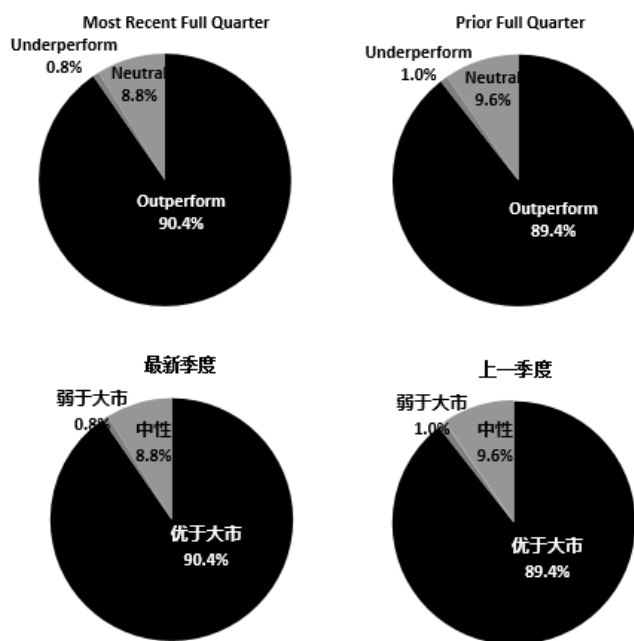
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

评级分布 Rating Distribution



截至 2024 年 3 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	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*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 March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

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

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

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

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

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

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

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

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

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing,

selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

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

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

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

重要免责声明:

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

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

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 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益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein

without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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