

Yugen Xun
yugen.xun@htisec.com

Amber Zhou
amber.lh.zhou@htisec.com

牛还在——再议 924 行情性质

投资要点:

- **核心结论:** ① 924 行情可定性为反转: 政策基调转向+牛熊周期规律+情绪触底, 从行情涨幅和成交量能看不是熊市反弹。② 24/10/8 以来的调整是牛市第一波上涨后的回吐, 对比历史看调整时空已显著。随着政策落地, 有望开启新一轮上涨。③ 结构上, 科技和中高端制造基本面趋势更好。房地产和消费医药下跌时间长、低估低配, 政策发力背景下预期差较大。
- **24 年 924 行情是反转而非反弹。** 三大因素支持本轮行情反转: 一是近期我国经济面临通缩困境, 924 以来宏观政策的重点转向治理通缩; 二是从牛熊周期规律看, 对比 A 股历史, 21-24 年的下跌调整持续 33 个月、最大跌幅为 33%, 调整时空已超过历次均值; 三是从市场情绪看, 924 行情启动前情绪指标及资产比价指标均处历史底部, 例如 Wind 全 A 的 PE (TTM)、PB (LF) 在行情启动前的低位分别为 14.7 倍、1.3 倍, 分别处 05 年以来由低到高 18.5%、0% 的历史分位。对比历史看, 本轮行情不是熊市反弹。回顾 A 股历史上的熊市反弹形态可见, 熊市中的数次反弹往往存在行情高度渐低、成交逐步萎缩的特点, 例如 10-12 年、15 年、22-24 年。本轮行情开始后放量急涨, 自行情启动后至 10/8 上证指数在短短 6 个交易日中累计上涨 27%, 同时 10/8 全部 A 股单日成交额达 3.5 万亿元, 创下历史新高, 行情上涨高度和成交量能均不符合熊市反弹的特征。
- **如何理解 10/8 以来的调整?** 牛市有三个阶段, 分别为孕育期、爆发期、疯狂期。参考过去五次牛熊周期, 以上证指数刻画, 1 浪上涨行情的平均上涨时间为 3 个月, 平均最大涨幅为 34.5%; 2 浪回撤时平均最大跌幅为 15.8%、时间 3-6 个月、回吐前期上涨行情 0.6-0.7 的涨幅、5 日平滑成交量平均萎缩至前期 0.7 左右水平。10/8 以来的调整是牛市第一波上涨后的回吐, 当前回撤时空已较为显著。从最大跌幅看, 截至 25/01/17, 上证综指最大跌幅为 14.5%、回吐前期 0.54 的涨幅, 回吐幅度与历史相当。从回撤时间看, 本轮回调已持续近 4 个月, 调整时间已经显著。从成交量看, 本轮行情成交量萎缩幅度为 0.57, 缩量程度也接近历史均值。借鉴历史, 历次牛市从孕育期步入爆发期的必要条件是政策进一步加码或落地、基本面出现明显方向性改善。未来若增量政策加速落地推动基本面改善, 行情有望开启新一轮上涨。具体关注降准、降息等货币政策的推进落地, 以及超长期特别国债、地方政府专项债等财政政策发力的持续性。
- **哪里存在预期差?** 结构上, 一方面需关注产业周期向上、基本面确定性更强的科技和中高端制造。科技方面, 政策和技术双重利好叠加产业周期回升, 支撑行情展开, 预计 24/25 年电子归母净利润增速分别为 30%/35%、通信为 20%/30%、计算机为 -5%/15%; 中高端制造方面, 我国供给占优、内外需有支撑, 景气有望延续, 具体可关注家电等行业。另一方面, 也需关注政策加码下或存在较大预期差的地产、消费医药。地产自 19/04 高点以来最大跌幅为 65.5%、调整持续时间已近 5 年; 消费板块自 21/02 以来调整也近 4 年, 其中食品饮料最大跌幅为 58.8%、医药为 55.3%。当前地产、以及食品饮料和医药等消费行业的估值和基金配置力度已处在历史低位。政策发力下地产和消费医药的基本面有望出现更多积极变化, 或存在较大的预期差。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

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

目 录

1. 24 年 924 行情是反转而非反弹.....	5
2. 如何理解 10/8 以来的调整?	8
3. 哪些行业预期差最大?	10

图目录

图 1	24 年以来 GDP 平减指数同比增速持续为负	5
图 2	25 年宏观政策组合定调史上最为积极	5
图 3	一线城市二手房价格回落跌幅已较大	5
图 4	工业企业利润和收入增速放缓	5
图 5	924 行情启动前 A 股换手率已处历史低位区域	6
图 6	A 股风险溢价率仍处 05 年以来低位	6
图 7	10-12 年熊市反弹幅度渐低，成交量高点下移	7
图 8	22-24 年熊市反弹幅度渐低，成交量高点下移	7
图 9	恒生指数 10/8 单日成交量创下 21 年来新高	7
图 10	上证指数 10/8 单日成交量创下 21 年来新高	7
图 11	05/06-07/10 牛市可以分为三阶段	8
图 12	08/10-10/11 牛市可以分为三阶段	8
图 13	13/06-15/06 牛市可以分为三阶段	8
图 14	19/01-21/02 牛市可以分为三阶段	8
图 15	当前国内宏观基本面修复仍有波折（1）	9
图 16	当前国内宏观基本面修复仍有波折（2）	9
图 17	24 年四季度名义 GDP 增速有所抬升	10
图 18	25 年 A 股企业盈利能力有望企稳回升	10
图 19	科技板块盈利增速有望回升	11
图 20	全球人形机器人市场快速增长	11
图 21	中国智慧交通市场规模有望快速增加	11
图 22	东盟主要从我国进口中高端制造业产品	11
图 23	消费地产行业估值处在历史较低水平	11
图 24	消费地产行业基金配置力度处于历史较低水平	11
图 25	21 年以来我国居民消费能力和意愿均下降	12
图 26	消费有望迎来基本面和估值修复	12
图 27	一线城市二手房价格连续两个月环比上涨	12
图 28	各线城市地产销售同比增速均明显回升	12

表目录

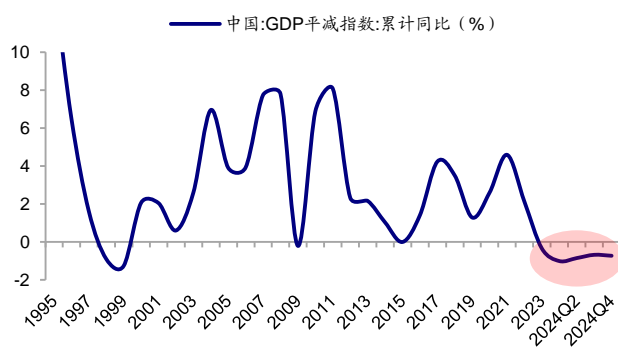
表 1	历史上 A 股牛熊市场环境的切换具备周期性规律	6
表 2	过去五次牛市孕育期 1 浪上涨、2 浪回撤的时间及幅度	9

我们在《参考 99 年 519——这轮股市行情及经济走出困境的思考-20241006》中提出，24 年 924 行情与 99 年 519 行情较为类似，政策转变是起点，随着政策落地基本面逐渐改善，市场反转向，只是中间的过程较为曲折。24/10/8 以来市场开始调整，上证综指较高点最大跌幅为 14.5%，市场成交额自 10/8 的 3.5 万亿元回落至最低 1 万亿元左右，投资者开始质疑牛市是否还在？我们再次对行情的性质展开分析。

1. 24 年 924 行情是反转向而非反弹

行情反转的三大因素：政策基调转向+牛熊周期规律+市场情绪触底。 924 以来宏观政策的重点转向治理通缩，25 年政策定调为史上最积极。23 年 Q2 以来名义 GDP 增速开始低于实际 GDP 增速，24 年以来 GDP 平减指数同比增速持续为负，可见近期我国或正面临价格通缩的困境，企业利润负增长，楼市、股市等资产价格大幅回落。我们曾在《参考 99 年 519——这轮股市行情及经济走出困境的思考-20241006》中分析过，借鉴上世纪 90 年代末经验，走出通缩困境的较优路径是先修复资产负债表，再恢复实体需求。9/24 以来宏观政策基调已明显转向，24 年中央经济工作会议定下的 25 年政策基调最为积极，明确提出 25 年将实施“更加积极有为的宏观政策”，货币政策转向“适度宽松”，此外还明确提到“稳住楼市股市”。同时从近期政策来看，1/3-1/4 中国人民银行工作会议明确 25 年“实施适度宽松的货币政策”，1/10 财政部于国新办发布会上指出“25 年财政部门将实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力”，1/13 证监会 2025 年系统工作会议强调 25 年“坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头”，可见 924 以来政策目标已逐渐从“量”转向“价”。

图1 24 年以来 GDP 平减指数同比增速持续为负



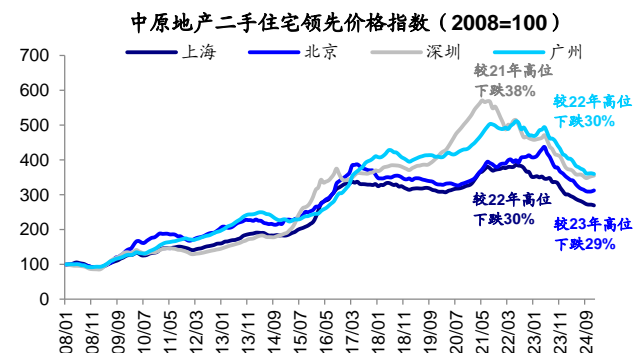
资料来源：Wind, HTI

图2 25 年宏观政策组合定调史上最为积极

年份	货币政策	财政政策
2001-2004	稳健的货币政策	积极的财政政策
2005-2007	稳健的货币政策	稳健的财政政策
2008	从紧的货币政策	稳健的财政政策
2009-2010	适度宽松的货币政策	积极的财政政策
2011-2017	稳健的货币政策	积极的财政政策
2018	稳健的货币政策保持中性	积极的财政政策
2019	稳健的货币政策松紧适度	积极的财政政策加力提效
2020	稳健的货币政策灵活适度	积极的财政政策加力提效（20年4月政治局会议提出积极的财政政策要 更加积极有为 ）
2021	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	积极的财政政策提质增效
2022	稳健的货币政策要灵活适度	积极的财政政策要提升效能
2023	稳健的货币政策要精准有力	积极的财政政策要加力提效
2024	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效	积极的财政政策要适度加力、提质增效
2025	适度宽松的货币政策	更加积极的财政政策

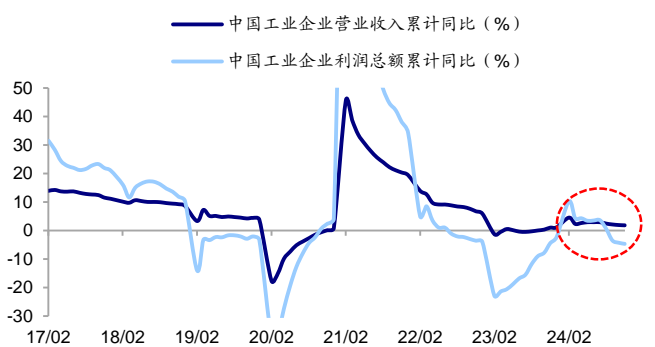
资料来源：中国政府网，人民网、共产党网、新华网、新华社，HTI，注：每一年末政治局会议定调次年政策基调

图3 一线城市二手房价格回落跌幅已较大



资料来源：Wind, HTI

图4 工业企业利润和收入增速放缓



资料来源：Wind, HTI

从牛熊周期看，对比A股历史，21-24年的下跌时空已较充分。我们曾在《风渐起，心动到幡动——中国经济和资本市场展望》等前期多篇报告中提到，长期视角下宏观经济和股市运行均存在周期性规律，A股牛熊周期的切换也具备较为明显的周期特征。对比本轮与历史上的A股牛熊周期，一方面从熊市调整时间看，以万得全A刻画，历史上A股几轮熊市+筑底平均持续时间约为21个月，而自21年末开始的熊市持续时间为33个月；另一方面从熊市调整幅度来看，历史上A股熊市期间万得全A大多回撤30%以上，本轮熊市回撤幅度为33%，与11年、18年跌幅接近，可见无论从下跌时间还是从下跌空间来看，自21年末以来的A股行情调整已经充分。

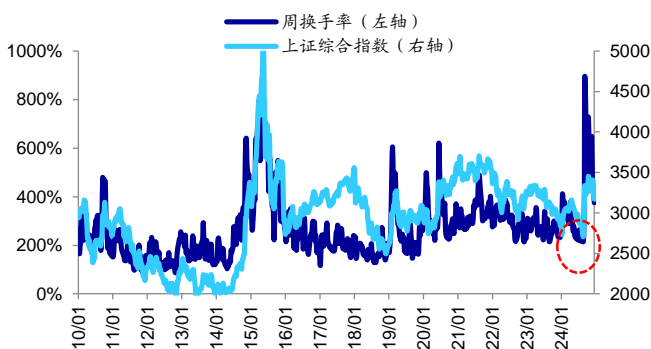
从市场情绪看，924行情启动前情绪指标及资产比价指标均处历史底部。我们在《参考99年519——这轮股市行情及经济走出困境的思考-20241006》中指出，与99年519行情类似，本轮行情启动前市场短期情绪已萎靡至历史底部区域，从估值来看，Wind全A的PE(TTM)、PB(LF)在行情启动前的低位分别为14.7倍、1.3倍，分别处05年以来由低到高18.5%、0%的历史分位；A股周换手率(年化)、融资交易占比分别为214%、7.28%，分别处05年以来由低到高28%、20%的历史分位。自行情启动后，短期情绪指标有了明显修复，但若从资产比价指标的中长期视角看，A股估值仍在低位，风险溢价率(1/全部A股PE-10年期国债收益率)为4.1%、处05年以来从高到低7%分位，股债收益比(全部A股股息率/10年期国债收益率)为1.54、处05年以来从高到低0%分位。

表1 历史上A股牛熊市场环境的切换具备周期性规律

市场周期	市场形势	开始日期	结束日期	持续时间(月)		指数区间涨跌幅
第一轮	牛市	1990-12	1993-02	26	62	929%
	熊市	1993-02	1994-07	18		-68%
	震荡筑底	1994-07	1996-01	18		40%
第二轮	牛市一段	1996-01	1997-05	16	116	261%
	高位震荡	1997-05	1999-05	25		-28%
	牛市二段	1999-05	2001-06	25		114%
	熊市	2001-06	2002-01	7		-42%
	震荡筑底	2002-01	2005-07	42		-38%
第三轮	牛市	2005-07	2008-01	30	40	610%
	熊市	2008-01	2008-11	10		-71%
第四轮	牛市	2008-11	2009-08	9	56	138%
	高位震荡	2009-08	2011-04	21		-1%
	熊市	2011-04	2012-01	9		-29%
	震荡筑底	2012-01	2013-06	18		-2%
第五轮	牛市	2013-06	2015-06	24	32	249%
	熊市	2015-06	2016-01	8		-50%
第六轮	牛市	2016-01	2017-11	22	33	30%
	熊市	2017-11	2018-10	11		-32%
第七轮	牛市	2018-10	2021-12	38	72	89%
	熊市	2021-12	2024-09	33		-33%

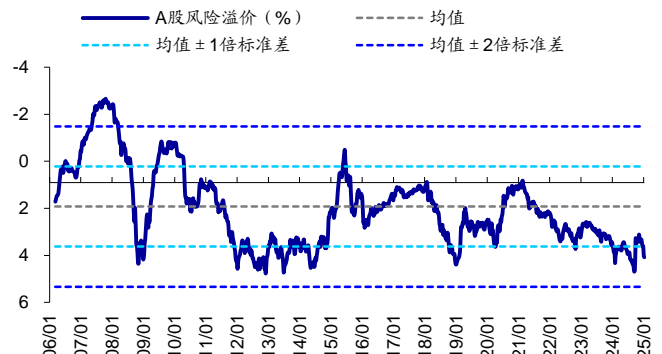
资料来源: Wind, HTI, 注: 牛熊周期以万得全A刻画

图5 924行情启动前A股换手率已处历史低位区域



资料来源: Wind, HTI

图6 A股风险溢价率仍处05年以来低位



资料来源: Wind, HTI

对比历史，924 行情不是熊市反弹。与过去几轮熊市反弹相比，本轮行情在形态上存在明显的差异。回顾 A 股历史上的熊市反弹形态可见，熊市中的数次反弹往往存在行情高度渐低、成交逐步萎缩的特点，具体来看：

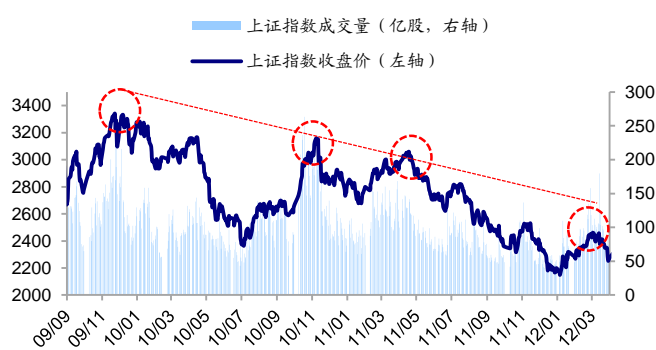
①2010-12 年：共有三段反弹行情，分别为 2010/3-11，2011/1-4，2012/1-3，上证指数分别对应高点 3148 点、3057 点、2456 点，反弹高点逐步下移，同时高点交易日对应的过去 5 日成交量均值分别为 201 亿股、134 亿股、101 亿股，呈现逐步萎缩的特征。

②2015 年：有一段反弹行情，为 2015/8-12，因此我们与前期行情高点进行对比，上证指数在 2015/6、2015/12 分别对应高点 5166 点、3652 点，高点交易日对应的过去 5 日成交量均值分别为 674 亿股、262 亿股，反弹幅度和成交量高点均逐步下移。

③2022-24 年：共有三段反弹行情，分别为 2022/4-7、2022/10-2023/5，2024/2-5，上证指数分别对应高点 3405 点、3393 点、3159 点，高点交易日对应的过去 5 日成交量均值分别为 388 亿股、356 亿股、374 亿股，后面两轮反弹行情高点及市场量能同样不如首轮反弹行情。

本轮行情开始后放量急涨，行情上涨高度和成交量能均不符合熊市反弹的特征。与上文提到的历史上数轮熊市反弹不同，本轮 924 行情快速启动，市场放量大涨，自行情启动后至 10/8 上证指数在短短 6 个交易日中累计上涨 27%，收至高点 3490 点，同时 10/8 对应的过去 5 日成交量均值为 811 亿股，同期全部 A 股单日成交额达 3.5 万亿元，创下历史新高，可见本轮 924 行情从反弹幅度和反弹量能上看均与历史上熊市反弹的情况明显存在差异。此外，考虑到本轮 924 以来行情存在国庆假期休市的特殊情况，因此我们进一步对比观察同时期港股市场表现。在 10/2-10/7 A 股休市期间，恒生指数累计上涨 9.3%，同时日均成交量较行情启动前明显增加，直至 10/8 单日成交量 645 亿股，创下 2021 年以来新高。

图7 10-12 年熊市反弹幅度渐低，成交量高点下移



资料来源：Wind，HTI

图8 22-24 年熊市反弹幅度渐低，成交量高点下移



资料来源：Wind，HTI

图9 恒生指数 10/8 单日成交量创下 21 年来新高



资料来源：Wind，HTI

图10 上证指数 10/8 单日成交量创下 21 年来新高



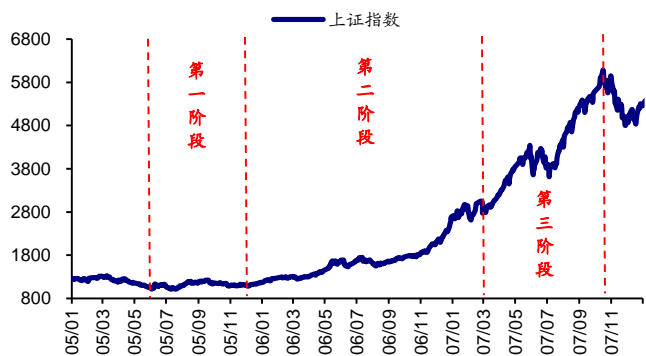
资料来源：Wind，HTI

2. 如何理解 10/8 以来的调整？

24/10/08 以来市场步入调整阶段，截至 25/01/14 上证指数最大回调幅度超过 14%。如何理解 10/8 以来的调整？如果定性 924 是行情反转的第一波上涨（即对应波浪理论的 1 浪上涨），10/8 以来的调整可定性为第一波上涨后的回吐（即对应波浪理论的 2 浪回调）。

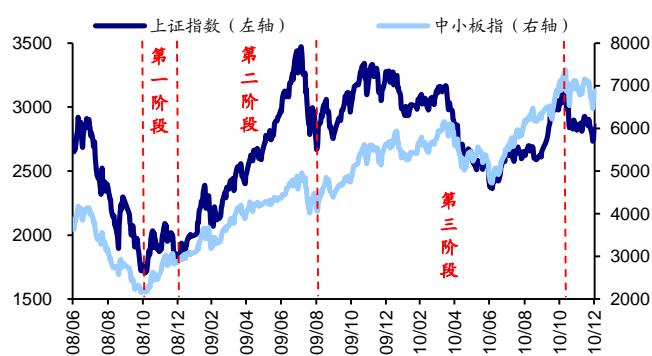
牛市有三个阶段：孕育期、爆发期、疯狂期。我们在报告《牛市有三个阶段-20190303》、书籍《荀玉根讲策略：少即是多》第 5 章中指出，牛市可以分为三个阶段，各个阶段的特征差异很明显：①第一阶段孕育期：盈利回落、估值修复。这一阶段宏观基本面仍在下行，企业盈利增速回落探底，但宏观政策已偏暖，流动性好转，估值修复推动市场上涨。这个阶段市场进二退一，回吐较大，整体偏震荡，为牛市爆发做准备。②第二阶段爆发期：盈利、估值戴维斯双击。这一阶段宏观基本面拐点出现，企业盈利触底回升，同时流动性维持宽松，盈利和估值均上行，形成戴维斯双击，牛市全面爆发。这个阶段市场上涨斜率较大、上涨幅度最大。③第三阶段泡沫期：盈利趋于平缓、估值冲高回落。此阶段盈利增速趋于平缓，失去第二阶段的加速度，但以散户为代表的增量资金仍在加速进场，形成最后一冲。若以上证指数刻画，牛市的三个阶段在 A 股最近五轮牛市（99/05-01/06、05/06-07/10、08/10-10/11、13/06-15/06、19/01-21/02）中都有印证。

图11 05/06-07/10 牛市可以分为三阶段



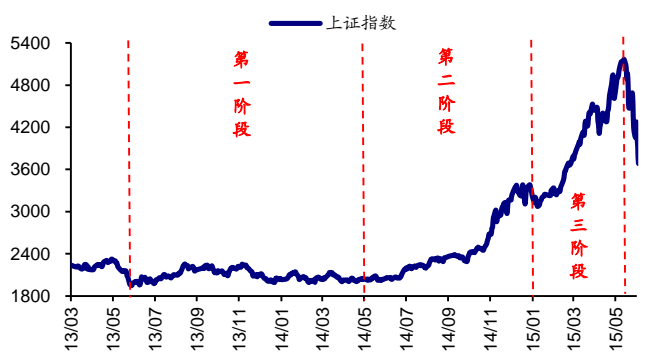
资料来源：Wind, HTI

图12 08/10-10/11 牛市可以分为三阶段



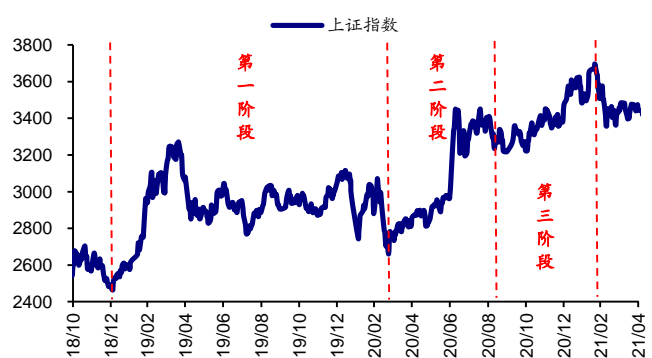
资料来源：Wind, HTI

图13 13/06-15/06 牛市可以分为三阶段



资料来源：Wind, HTI

图14 19/01-21/02 牛市可以分为三阶段



资料来源：Wind, HTI

10 月 8 日以来的市场回调已近尾声。回顾历史，历次牛市孕育期基本面还未发生明显改善甚至仍在下行，市场会进二退一。参考过去五次牛熊周期，以上证指数刻画，1 浪上涨行情的平均上涨时间为 3 个月，平均最大涨幅为 34.5%；2 浪回撤时平均最大跌幅为 15.8%、时间 3-6 个月、回吐前期上涨行情 0.6-0.7 的涨幅、5 日平滑成交量平均萎缩至前期 0.7 左右水平，见下表。

以 99 年 519 行情为例，99/05-99/06 市场快速上涨、99/07-99/12 大幅回撤。我们在《参考 99 年 519——这轮股市行情及经济走出困境的思考-20241006》中指出，24 年 9/24 以来的行情与 99 年 519 行情较为类似。回顾以 99 年 519 行情为起点的两年牛市，在孕育期阶段，上证指数先从 99 年 5 月 1057 点涨至 6 月 1756 点，涨幅 66.0%，但随后又从高点回调至 12 月末的 1341 点，跌幅 23.6%，相比前期 698 点的上涨约回踩了 0.59。究其根源，主要是彼时基本面仍未明显转向，GDP 累计同比增速从 99Q2 的 8.3% 降至 99Q4 的 7.7%，GDP 平减指数累计同比同样在底部徘徊、仍为负值。

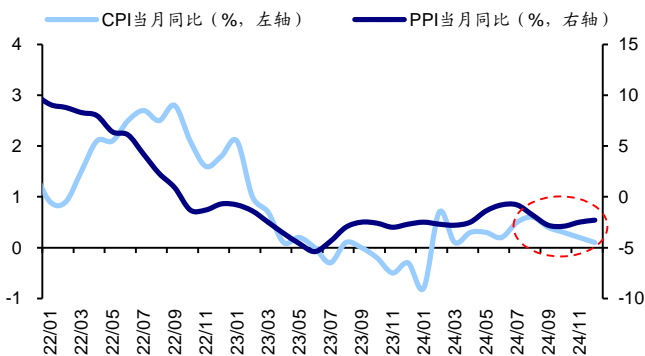
24/10/08 以来的回撤时空已较为显著。24/10/08 以来调整的逻辑跟 99 年类似，基本面暂时未改善，例如 12 月 CPI 同比为 0.1%、自 9 月起再度回落，12 月 PPI 同比为 -2.3%、仍在负数区间徘徊，11 月工业企业利润累计同比为 -4.7%、连续 9 个月下降。在此背景下，24/10/08 以来市场进入震荡休整阶段，当前回撤时空已较为显著。从最大跌幅看，截至 25/01/17，上证综指累计最大跌幅为 14.5%、回吐前期 0.54 的涨幅，沪深 300 最大跌幅为 16.8%、回吐前期 0.57 的涨幅，回吐幅度与历史相当。从回撤时间看，24/10/08 以来回调已持续近 4 个月，调整时间已经显著。从成交量看，本轮行情成交量高点（5 日平滑）为 2182 亿股，截至 25/01/17 成交量最低已跌至 1016 亿股，成交量萎缩幅度为 0.57，缩量程度也接近历史均值。

表 2 过去五次牛市孕育期 1 浪上涨、2 浪回撤的时间及幅度

年份	1 浪上涨起点	1 浪上涨终点	1 浪上涨点数	最大涨幅 (%)	上涨时间 (月)	2 浪回撤终点	2 浪回撤点数	最大跌幅 (%)	回吐时间 (月)	回吐幅度	成交量 (5 日平滑) 萎缩幅度
1999 年	1999/5/19	1999/6/30	698.5	66.0	1	1999/12/27	415.1	-23.6	6	0.59	0.91
2005 年	2005/6/6	2005/9/20	225.3	22.6	4	2005/12/5	156.2	-12.8	3	0.69	0.69
2008 年	2008/10/28	2008/12/9	435.9	26.2	1	2008/12/31	286.1	-13.6	1	0.66	0.61
2013 年	2013/6/25	2014/2/20	420.6	22.7	8	2014/5/21	203.6	-9.3	3	0.48	0.63
2019 年	2019/1/4	2019/4/8	847.5	34.7	3	2020/3/19	641.6	-19.5	12	0.76	0.74
均值	/	/	/	34.5	3	/	/	-15.8	5	0.64	0.71
2024 年	2024/9/18	2024/10/8	984.7	36.6	1						

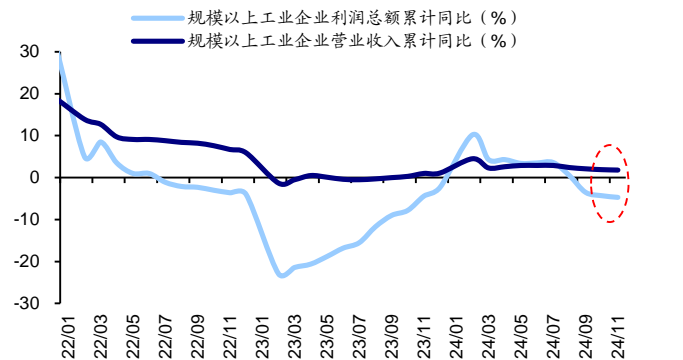
资料来源：Wind, HTI，注：涨幅、跌幅、点数均以上证综指衡量

图15 当前国内宏观基本面修复仍有波折 (1)



资料来源：Wind, HTI

图16 当前国内宏观基本面修复仍有波折 (2)

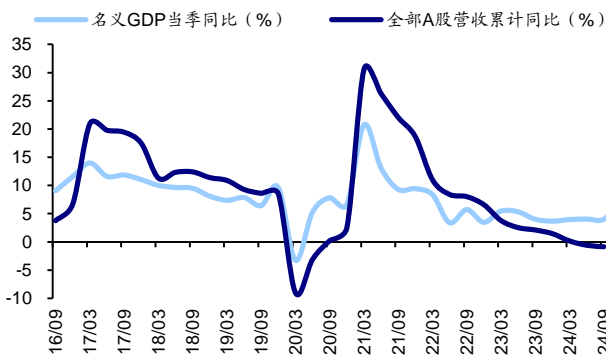


资料来源：Wind, HTI

行情有望开启新一轮上涨，关注政策加码落地带来基本面改善。借鉴历史，历次牛市从孕育期步入爆发期的必要条件是政策进一步加码或落地、基本面出现明显方向性改善。例如，99/12 底起行情进入牛市爆发期，主要源于政策发力下宏观基本面见底回升，GDP 当季同比增速从 99Q4 的 6.7% 升至 00Q2 的 9.1%；06/01 起行情步入牛市爆发期，彼时 GDP 当季同比增速从 05Q3 的 10.8% 升至 06Q3 的 13.7%，全 A 净利润累计同比增速从 06Q1 低点 -14.4% 回升至 07Q1 的 80.7%；09/01、14/07、20/03 起的三次牛市爆发期也离不开政策助力基本面明显改善催化。

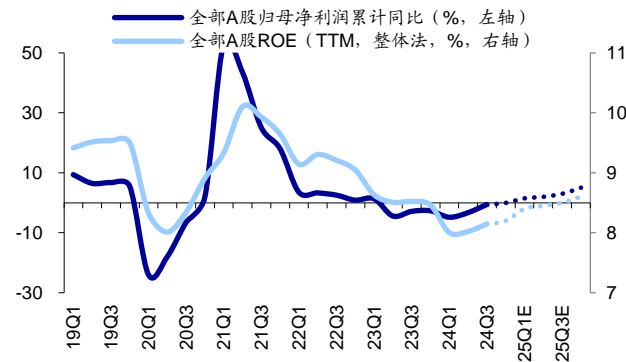
未来若增量政策加速落地推动基本面改善，行情有望开启新一轮上涨。24/09/24 以来国内宏观政策基调明显转向，24 年中央经济工作会议明确提出，25 年将实施“更加积极有为的宏观政策”，其中货币政策适度宽松、财政政策更加积极，还提出“稳住楼市股市”。美国新任总统即将上任，届时海外环境有望逐步明晰。需持续跟踪 1 月中下旬到 3 月两会各政策的落地情况，以及后续基本面数据改善情况。具体而言，关注降准、降息等货币政策的推进落地，以及超长期特别国债、地方政府专项债等财政政策发力的持续性。随着增量政策进一步加码或者落地，基本面有望出现方向性改善，我们预计 25 年实际 GDP 同比增速或在 5% 左右，同时 25 年 A 股归母净利润同比增速有望上升至 5-10%。

图17 24 年四季度名义 GDP 增速有所抬升



资料来源: Wind, HTI

图18 25 年 A 股企业盈利能力有望企稳回升



资料来源: Wind, HTI 测算

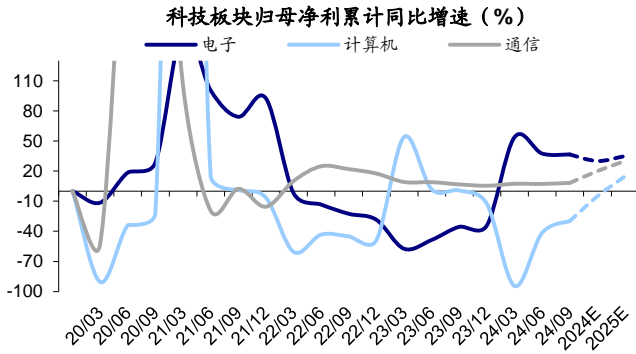
3. 哪些行业预期差最大？

我们在前文提出，24 年 924 行情可以类比 99 年 519 行情，是反转而非反弹，后续行情的催化剂在于政策进一步加码落地或宏观基本面逐步改善。对应到行业配置上，一方面需关注产业周期向上、基本面确定性更强的科技和中高端制造；另一方面，中央经济工作会议提出“稳住楼市股市”、“大力提振消费”，也需关注政策加码下或存在较大预期差的地产、消费医药。

科技和中高端制造基本面确定性更高。科技方面，政策和技术双重利好叠加产业周期回升，支撑行情展开。当前我国正处在新旧动能转换期，通过科技创新引领新质生产力发展，是推动产业结构升级的关键，我们预计科技产业仍将是政策重点支持的领域。与此同时，科技产业正处在新一轮向上大周期中，以 AI 为代表的新一代信息技术正在各个领域加快落地应用。政策和技术双重催化下，科技板块基本面有望向上，结合海通行业分析师预测，24/25 年电子归母净利润增速分别为 30%/35%、通信为 20%/30%、计算机为 -5%/15%。科技中一方面或可重点布局 AI 技术应用端的消费电子、自动驾驶、人形机器人等。根据中商产业研究院援引 Markets and Markets 的数据、24-28 年全球人形机器人市场规模年复合增速为 50%。另一方面，25 年财政有望积极发力，数字基建、信创、半导体等科技领域也受到财政的重点支持。政策利好下“车路云”相关基建建设有望提速。根据前瞻产业研究院的预测，2028 年我国车路协同行业市场将达到 2448 亿美元，23-28 年复合增长率为 13%。

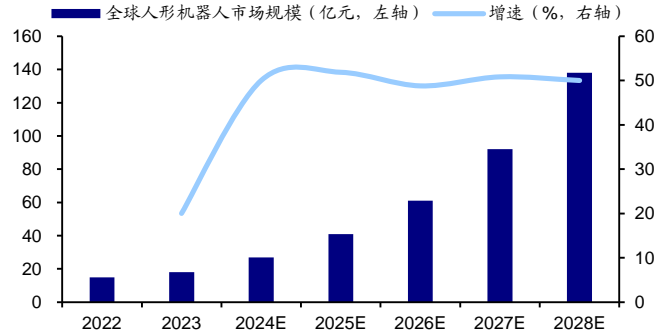
中高端制造方面，我国供给占优、内外需有支撑，景气有望延续。从供给端看，当前我国高端制造拥有产业集群优势、工程师红利和技术积累等优势，相关产业和在全球市场的份额不断攀升。从需求来看，中高端制造内外需求均有支撑。外需方面，我国在部分中高端领域具有较高的贸易地位，24 年我国家电出口保持高增长，人民币计价下出口累计同比增速为 15.4%。若 25 年中美之间出现贸易摩擦，借鉴 18-19 年中美贸易摩擦经验，关税落地前的“抢出口”现象有望对机械、家电等中高端制造领域出口形成支撑。此外，新兴国家需求旺盛且对中国的依赖度较高，或是中国中高端制造商品出口新增量，详见《贸易摩擦中“抢出口”如何演绎？——25 年策略展望系列 3》、《跟踪转口贸易的两个中观视角——25 年策略展望系列 4》。内需方面，25 年消费品以旧换新政策将加力扩围，近期中央财政已预下达 2025 年消费品以旧换新首批资金 810 亿元，家电等耐用消费品相关领域有望持续受益。

图19 科技板块盈利增速有望回升



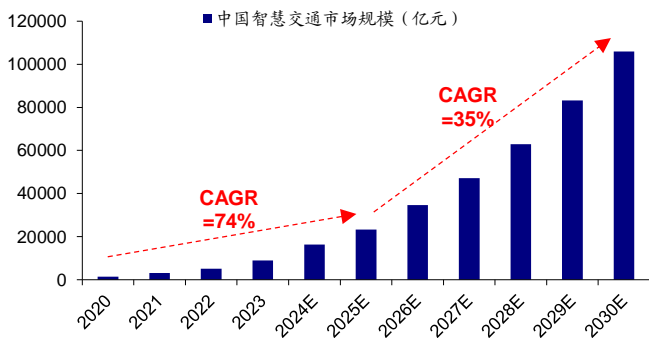
资料来源: Wind, HTI 预测

图20 全球人形机器人市场快速增长



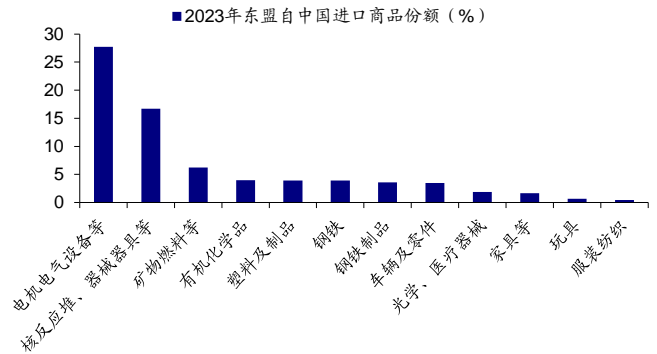
资料来源: Markets and Markets, 中商产业研究院, HTI

图21 中国智慧交通市场规模有望快速增加



资料来源: 亿欧智库, HTI

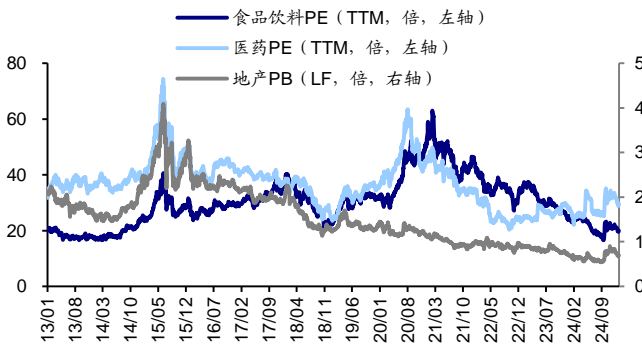
图22 东盟主要从我国进口中高端制造业产品



资料来源: Wind, HTI

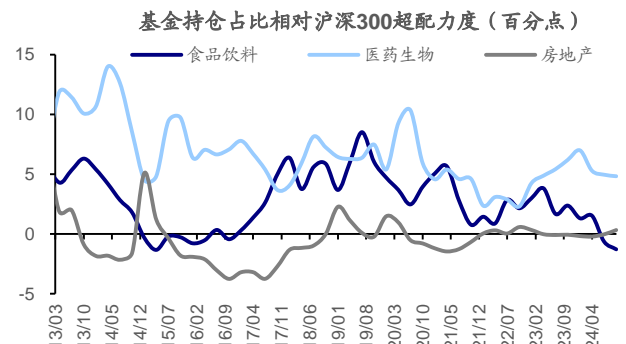
地产和消费医药存在较大预期差。地产自 19/04 高点以来最大跌幅为 65.5%、调整持续时间已近 5 年;消费板块自 21/02 以来调整也近 4 年,其中食品饮料最大跌幅为 58.8%、医药为 55.3%。当前地产、以及食品饮料和医药等消费行业的估值和基金配置力度已处在历史低位。25/1/17 医药 PE (TTM, 下同) 为 29.6 倍 (处 13 年以来由低到高 23.6%分位, 下同), 食品饮料 PE 为 19.9 倍 (14.0%), 房地产 PB (LF) 为 0.7 倍 (6.1%)。基金配置方面, 相关行业基金配置力度已处于历史低位, 24Q3 基金重仓股中医药持仓占比相对沪深 300 超配比例为 4.8 个百分点、处 13 年以来 26%分位, 食品饮料超配比例为 -1.3 个百分点、处 2%分位, 地产超配比例为 0.3 个百分点、处 78%分位。

图23 消费地产行业估值处在历史较低水平



资料来源: Wind, HTI

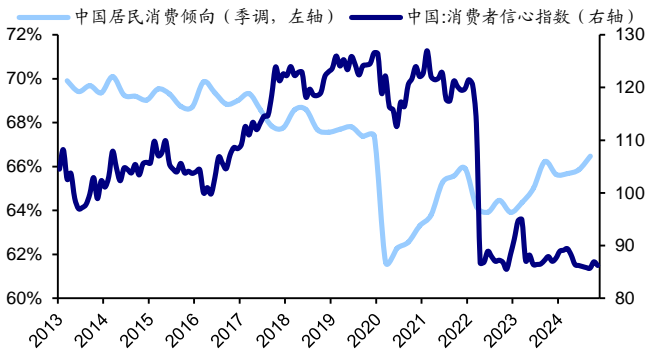
图24 消费地产行业基金配置力度处于历史较低水平



资料来源: Wind, HTI

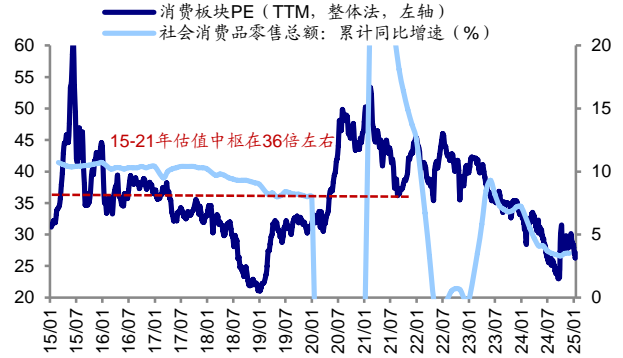
预期差一：资产负债表修复+财政政策发力，消费医药有望迎来基本面改善。过去我国居民资产负债表的持续恶化使得其消费能力和意愿不断下降，社零增速从疫情前的10%以上回落至24年的3.5%，对应大消费板块PE（TTM，整体法）从过去的中枢36倍左右降至目前的26倍。随着居民资产负债表修复，叠加增量财政政策发力，今年消费板块基本面或具备向上弹性。24年9月末以来一系列政策组合拳聚焦地产、股市，或旨在修复居民资产负债表，随着资产价格稳定并修复后，消费者信心或将逐步恢复。未来增量财政政策有望倾斜消费，中央经济工作会议将提振消费、扩大内需放在首位，提出25年“加力扩围实施‘两新’政策”，根据海通宏观测算，若25年消费品“以旧换新”补贴扩大到3000亿元，对社零增速的拉动或在0.9-1.2个百分点。此外，促进中低收入群体增收减负同样有望成为政策重点，我国中收群体比重持续扩大且消费倾向较高，政策支持下其收入增速有望回升，或将释放更大消费潜力。

图25 21年以来我国居民消费能力和意愿均下降



资料来源：Wind, HTI

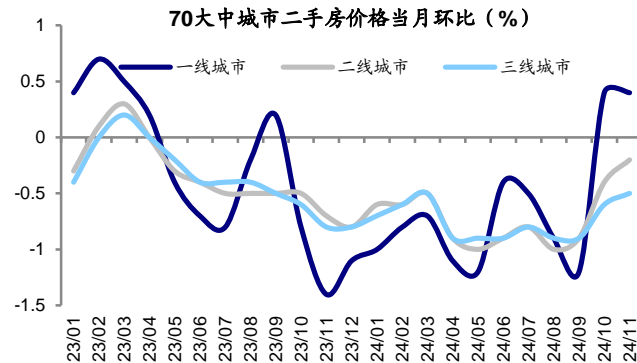
图26 消费有望迎来基本面和估值修复



资料来源：Wind, HTI

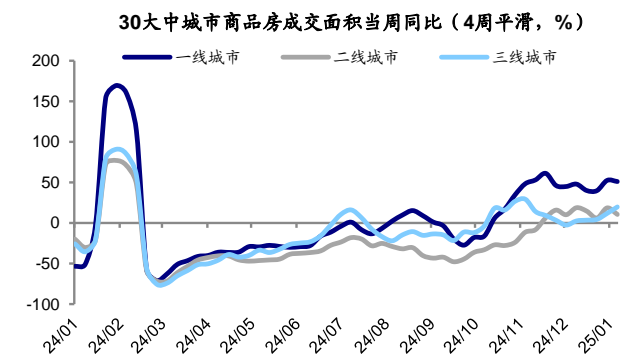
预期差二：政策发力下房地产市场有望“止跌回稳”。自21年以来我国地产市场处在持续的调整中，基本面承压、房价持续下跌加剧了市场对地产板块的担忧，地产估值持续下行。自24/9/24以来地产政策频出，24年9月政治局会议中已提出要促进房地产市场“止跌回稳”，12月中央经济工作会议提出“稳住楼市股市”。随着地产需求与供给端政策组合拳落地，当前地产的基本面数据已出现积极的信号：一是24/11以来商品房销售重回正增长，24/12全国商品房销售面积当月同比增速为0.4%，销售额同比增速为2.8%；二是一线城市二手房价格转涨，24/12一线城市二手房价格环比上涨0.3%，延续24/10以来的环比上涨趋势，二、三线城市的二手房价格环比跌幅也有所收窄；三是最新高频数据显示地产基本面的改善趋势仍在延续中，从量看，截至25/01/12，30大中城市中一线、二线、三线城市商品房成交面积当周同比增速（4周平均）分别为51%、10%、19%，从价格看，各线城市二手房挂牌价格当周环比（4周平均）跌幅持续收窄，均为-0.1%。往后看，随着财政加力推动地产加速收储，地产基本面及房价有望止跌回稳。

图27 一线城市二手房价格连续两个月环比上涨



资料来源：Wind, HTI

图28 各线城市级城市地产销售同比增速均明显回升



资料来源：Wind, HTI

风险提示：稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

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@htisec.com）

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

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,

评级分布 Rating Distribution

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

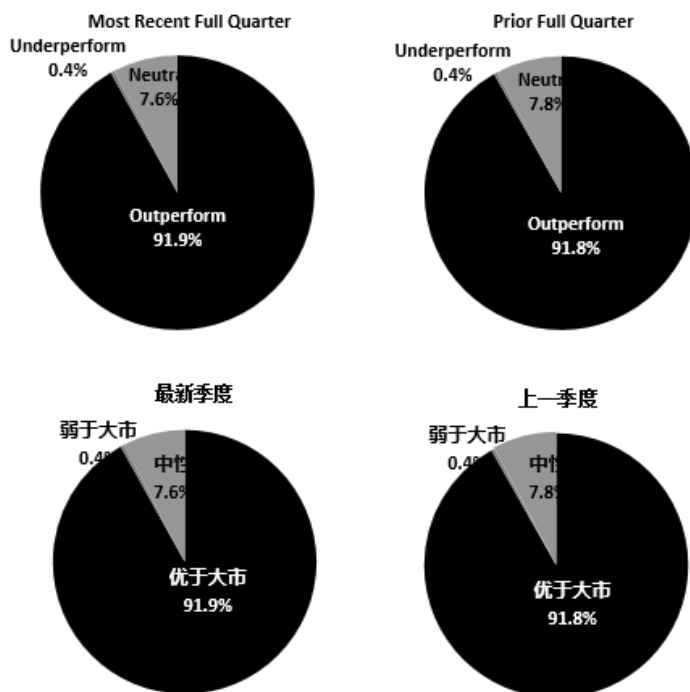
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

Ratings Distribution



截至 2024 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	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	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 December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、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

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”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“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》2001 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

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

电话: (65) 6713 0473

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"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("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 2001. 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) 6713 0473

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>
