

Presentation: 地产不良拐点将至——2024年银行业中期策略 Turning Point for Real Estate Imminent: 2024 Mid-Year Banking Strategy

林加力 Jiali Lin jjiali.lin@htisec.com

周琦 Nicole Zhou nicole.q.zhou@htisec.com

18 Jun 2024

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. 开发商贷款风险到拐点
2. 地产其他相关贷款风险评估
3. 投资观点
4. 风险提示

1.1 高层会议定调：地产

- 4月30日政治局会议通稿有一整段文字聚焦“防范化解重点领域风险”，地产是该段落中篇幅占比最大的议题。

表：近期政治局会议和中央经济工作会议对地产问题的表述

会议	涉及地产的内容
2024年4月政治局会议	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施， 抓紧构建房地产发展新模式 ，促进房地产高质量发展。
2023年12月中央经济工作会议	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度， 加快构建房地产发展新模式 。
2023年12月政治局会议	未具体提及地产问题，仅提到“要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。”
2023年7月政治局会议	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年4月政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2022年12月中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 推动房地产业向新发展模式平稳过渡 。

1.1 高层会议定调：地方政府

- 对于地方政府债务问题，4月政治局会议也有较多涉及。
- 我们认为地产、地方政府等领域的风险化解，有助于改善银行资产质量预期。

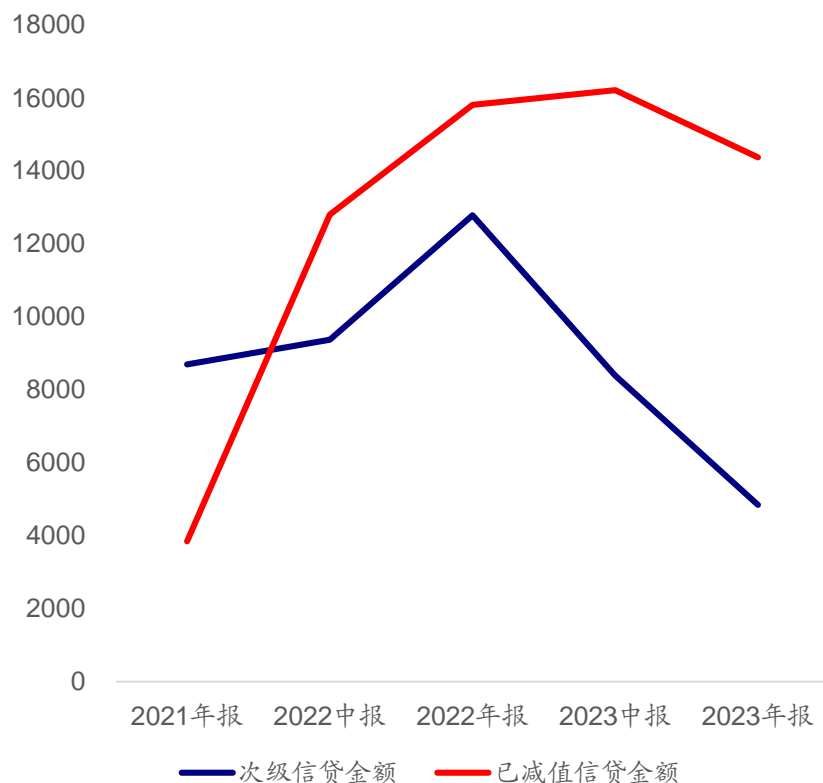
表：近期政治局会议和中央经济工作会议对地方债务问题的表述

会议	涉及地产的内容
2024年4月政治局会议	要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。
2023年12月中央经济工作会议	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
2023年12月政治局会议	未具体提及地方政府债务问题，仅提到“要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。”
2023年7月政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
2023年4月政治局会议	要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。
2022年12月中央经济工作会议	要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。

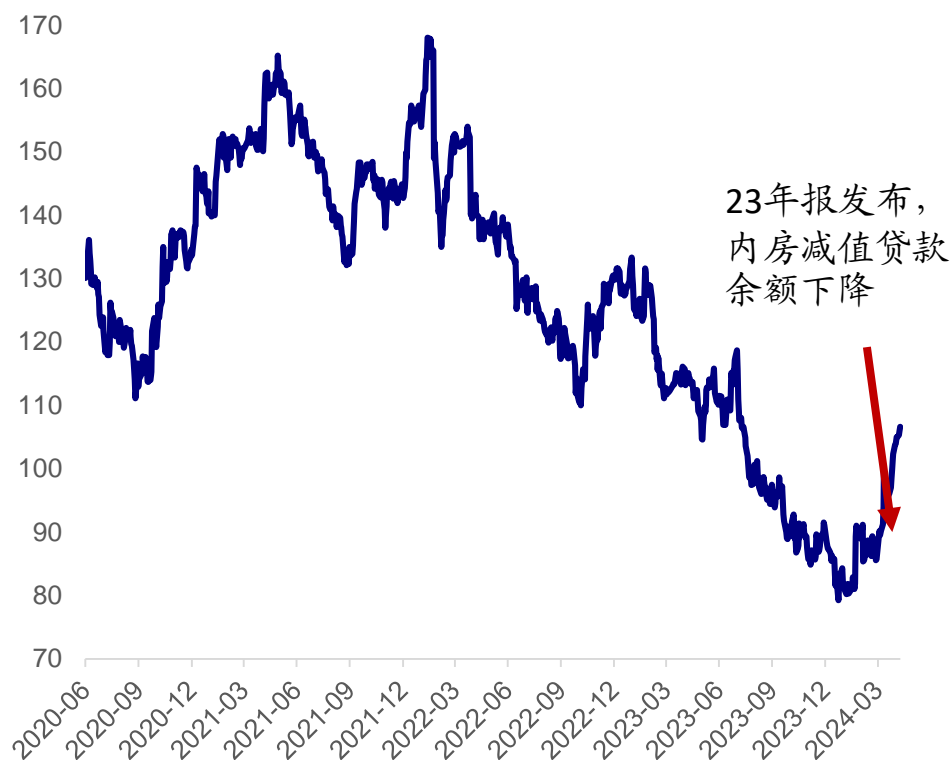
1.2 香港银行内房业务

- 恒生银行2023年中报开始出现内房业务次级贷款金额的下降，而减值贷款金额的下降出现在2023年报。恒生银行在2023年年度业绩发布后股价回升。

图：恒生银行内房业务的减值贷款金额下降（单位：百万港币）



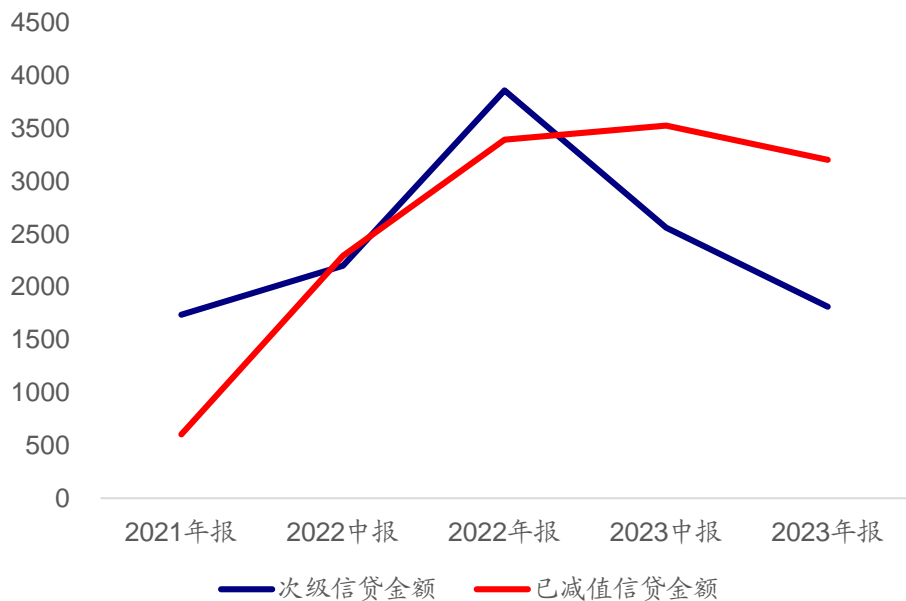
图：内房业务减值贷款余额下降后，恒生银行股价回升（单位：港币）



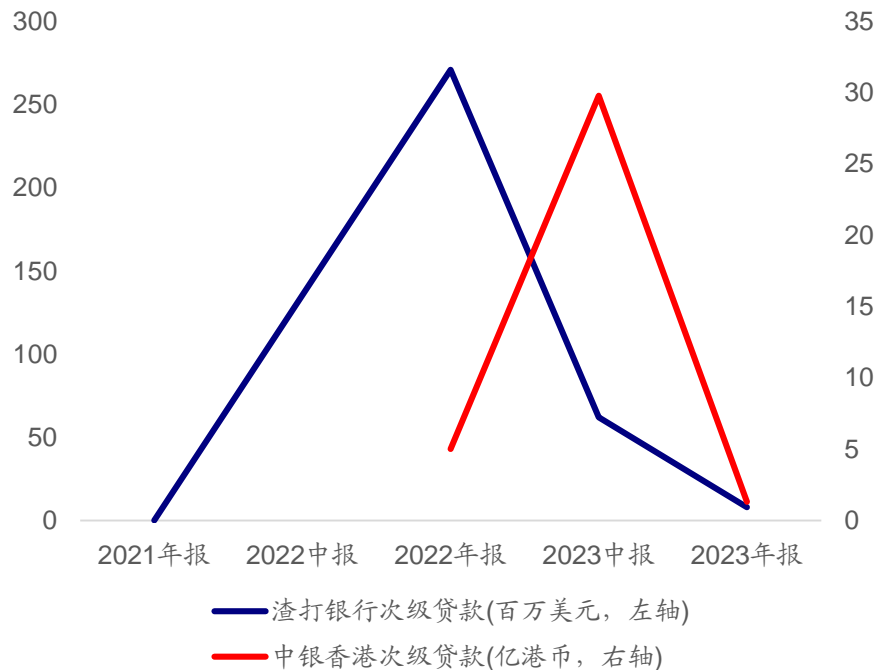
1.2 香港银行内房业务

- 汇丰银行的内房风险暴露也已经出现拐点，次级信贷金额于2022年年报达到顶点，已减值信贷金额于2023年中报达到顶点。
- 东亚银行没有详细信息披露，我们认为房地产业务改善趋势略微滞后于恒生银行。
- 中银香港内房业务的减值贷款占比仍然在上升，但次级贷款占比已经开始下降。

图：汇丰银行内房业务减值贷款/次级贷款减少（单位：百万美元）



图：中银香港/渣打银行内房业务的次级贷款减少



1.2 香港银行内房业务：内地和在港业务的区别

- 香港区域的内房业务，减值贷款占比超过内地区域。
- 香港区域的内房业务，计提的减值准备比例，也超过内地区域。
- 从内房信贷整体的减值计提比例（类似于拨贷比）来看，若以2021年内房信贷风险敞口为分母，三家银行在香港内房业务的“拨贷比”均约为内地业务的五倍。

图：香港内房业务的减值计提比例超过内地内房业务（2023年报）

	内房业务:减值准备/2021年余额	
	香港	内地
恒生	14.1%	2.6%
渣打	78.8%	16.6%
汇丰	15.4%	2.7%

图：香港内房业务减值贷款占比超过内地内房业务（2023年报）

	内房业务: 减值贷款占比(以2021年余额为分母)	
	香港	内地
恒生	27.3%	5.5%
汇丰	25.1%	3.0%
渣打	44.1%	23.2%

图：香港内房业务减值贷款的减值准备计提比例超过内地内房业务（2023年报）

	内房业务: 已减值贷款的减值准备计提比例	
	香港	内地
恒生	49.9%	31.2%
渣打	78.3%	34.3%
汇丰	59.0%	45.3%

1.3 内地银行的数据拐点

- 2023年年报，大行中工商银行和农业银行的对公地产不良率首次开始下降，股份行中招商银行、民生银行、中信银行、平安银行的不良率也开始有所下降。
- 上市银行对公不良贷款率很难超过8%，从上市银行数据来看，不良率高点往往在5%-8%之间。
- 目前并不是所有房地产企业都出现风险事件，我们保守假设有40%房地产企业有风险。
- 出风险的房地产企业集团，旗下项目并不会全部出险。每个项目公司情况都不同。假设有风险房地产企业的有风险项目占比40%。那么有风险贷款的占比则为16%。
- 由于商业银行会一边确认不良，一边处置核销不良，对公地产贷款不良率高点不会达到16%的理论值，上市银行的实际对公房地产不良率低于16%的一半。我们认为银行业正在经历对公房地产不良率的拐点。

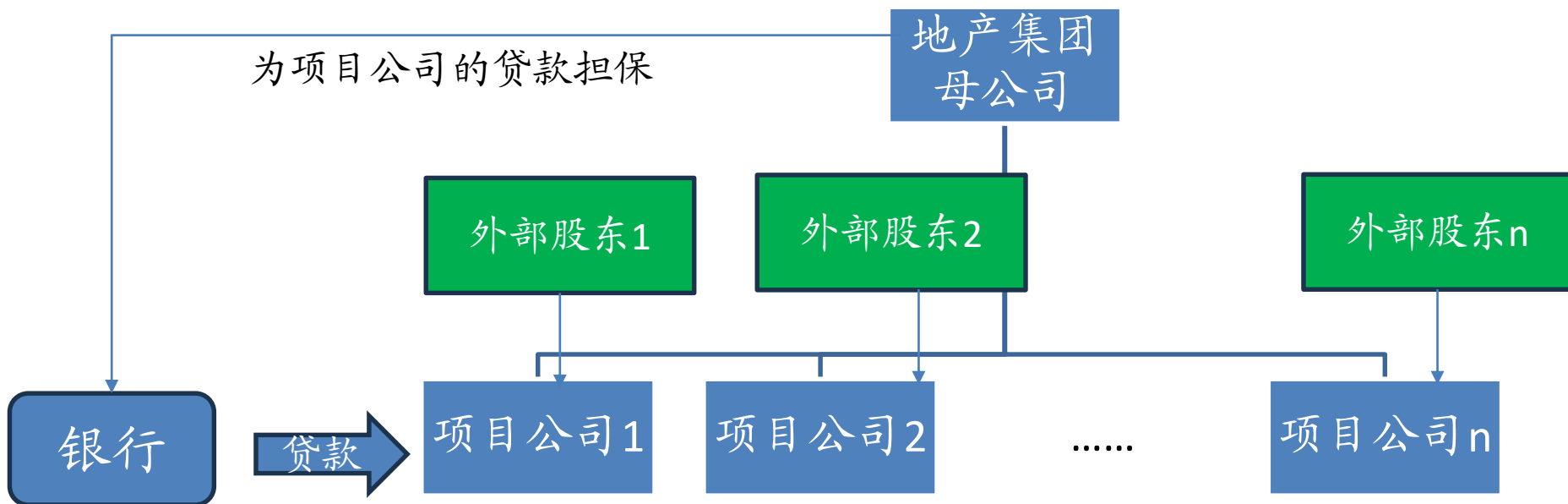
表：对公房地产贷款不良率

	2019	2020中报	2020	2021中报	2021	2022中报	2022	2023中报	2023
工商银行	1.71%	1.41%	2.32%	4.29%	4.79%	5.47%	6.14%	6.68%	5.37%
农业银行	1.45%	1.57%	1.81%	1.54%	3.39%	3.97%	5.48%	5.79%	5.42%
中国银行	0.53%	0.41%	4.68%	4.91%	5.05%	5.67%	7.23%	5.11%	5.51%
建设银行	0.94%	1.08%	1.31%	1.56%	1.85%	2.98%	4.36%	4.76%	5.64%
交通银行	0.33%	1.43%	1.35%	1.69%	1.25%	1.90%	2.80%	3.39%	4.99%
邮储银行	0.02%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	1.01%	1.45%	1.01%	2.45%
招商银行	0.44%	0.34%	0.30%	1.07%	1.41%	2.82%	4.08%	5.52%	5.26%
民生银行	0.28%	0.25%	0.69%	1.04%	2.66%	2.99%	4.28%	5.13%	4.92%
兴业银行	0.84%	0.76%	0.92%	0.66%	1.08%	2.15%	1.30%	0.81%	0.84%
浦发银行	2.63%	4.40%	2.07%	3.03%	2.75%	3.83%	3.06%	2.88%	4.11%
中信银行	1.19%	1.23%	3.35%	3.11%	3.63%	2.89%	3.08%	5.29%	2.59%
光大银行	0.45%	0.41%	0.73%	0.61%	1.23%	2.56%	3.89%	4.22%	5.33%
华夏银行	0.07%	0.25%	0.01%	0.17%	0.66%	0.62%	2.82%	3.77%	4.21%
平安银行	1.18%	0.32%	0.21%	0.57%	0.22%	0.77%	0.22%	1.01%	0.86%
浙商银行	0.29%	0.23%	0.09%	0.61%	0.62%	0.90%	1.66%	2.31%	2.48%
宁波银行	1.02%	1.17%	1.37%	1.48%	0.93%	0.87%	0.93%	0.28%	0.10%
南京银行	0.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.08%	1.01%	0.96%	1.06%	0.61%
江苏银行	0.58%	0.04%	0.04%	0.22%	1.47%	1.70%	1.92%	2.13%	2.54%
上海银行	0.10%	0.43%	2.39%	2.73%	3.05%	2.89%	3.05%	2.06%	2.11%
杭州银行	0.27%	0.12%	2.79%	2.63%	3.78%	3.46%	3.45%	3.85%	6.36%
贵阳银行	1.46%	2.79%	6.33%	4.57%	3.77%	2.59%	2.55%	2.20%	2.21%
成都银行	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	1.18%	2.70%	2.40%	2.17%	3.04%
郑州银行	0.15%	0.47%	1.25%	1.89%	3.47%	3.36%	3.47%	4.19%	6.48%
青岛银行	0.52%	0.43%	0.49%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	0.24%	2.30%
苏州银行	0.00%	0.43%	1.36%	1.23%	6.65%	5.58%	4.55%	3.20%	2.60%
厦门银行	#N/A	0.22%	#N/A	0.72%	3.67%	2.95%	4.81%	5.22%	4.70%
重庆银行	1.79%	1.71%	3.88%	6.28%	4.71%	6.15%	5.88%	7.14%	6.48%
齐鲁银行	0.23%	#N/A	0.31%	0.29%	1.45%	1.71%	1.45%	6.77%	1.37%
青农商行	1.64%	1.84%	2.34%	2.39%	3.44%	1.80%	3.44%	3.02%	1.36%
渝农商行	8.62%	0.00%	0.00%	6.18%	0.00%	0.00%	7.28%	9.10%	9.27%
瑞丰商行	0.00%	0.00%	13.69%	#N/A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
沪农商行	0.85%	#N/A	1.50%	#N/A	1.24%	1.32%	1.39%	1.78%	2.18%

1.4.1 安全性逻辑：项目公司VS母公司

- 境内银行监管法规之前不允许为地产公司发放流动资金贷款，只能给项目公司提供开发贷、经营性物业贷等融资。而项目公司一般为地产集团母公司与其他企业合资成立。项目公司理论上是独立法人。项目公司的融资，地产集团母公司常常提供担保。
- 如果事实上地产集团可以调用所有项目公司的资金，那么集团公司风险低于项目公司。但如果严格按照监管规则运作，地产集团不能随意挪用项目公司资金，则为大量项目公司提供担保的地产集团反而比项目公司更加危险。
- 我们认为境内地产贷款主要是开发贷、经营性物业贷等项目公司贷款。而香港的内房业务主要是银团贷款、美元债等对地产集团母公司的业务。两者的违约率出现差异也就可以得到解释。

图：项目公司往往是合资的独立法人

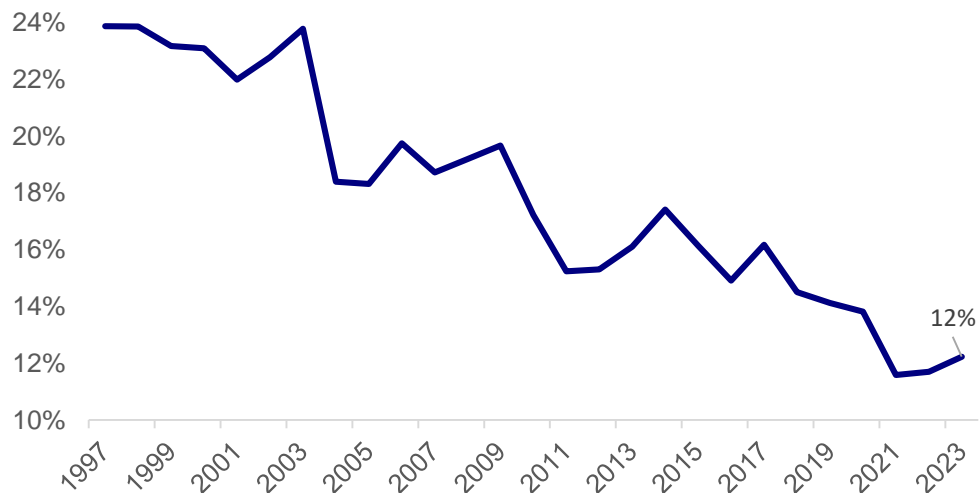


1.4.2 安全性逻辑：贷款在地产开发资金中的占比

- 从房地产开发资金来源看，国内贷款的占比仅为12%（2023年）。这意味着银行贷款占项目总货值的比例，也在这个数字附近。而且银行的地产开发贷款通常需要抵押，在所有债权人中偿还顺序靠前，加上贷款金额/总货值的比例低，因此损失比例也就明显比香港的银团贷款、美元债低很多。
- 为何国内贷款仅占12%：开发贷款用于项目建设，假设建安成本平均为总货值的30%，同时开发商需要自筹一部分自有资金，而且项目并不需要完工就可以预售，所以需要的开发贷款资金也就会比30%明显更低。早年房价不高，建安成本占比会高一些，所以下图中2000年前后国内开发贷款占比相对较高；而后来房价上涨，建安成本占比低，开发贷款的占比下降。

图：国内贷款占地产开发资金来源比例并不高

中国:房地产开发企业本年资金来源:国内贷款占比



1.4.3 不良拐点的出现早于风险完全暴露

- 银行的不良贷款不会一直保留在账面上。除了“回收”不良贷款以外，还可以“核销”不良。
- 针对贷款核销，财政部出台过专项文件《金融企业呆账核销管理办法》。
- 2023年上市银行总计核销不良贷款8481亿元。而2023年末不良贷款余额为20318亿元，为当年核销金额的2.4倍。可以认为，平均来看不良贷款在2.4年内会被核销。
- 地产企业不良贷款率在2021年开始上升较快，如果按照2.4年的不良核销期限来算，银行则于2023-2024年开始大量做核销。
- 如果当期因为核销、回收等手段减少的不良贷款，大于当期不良贷款的生成量，那么不良贷款余额就会开始下降，不需要等到房地产风险完全暴露。

表：贷款五级分类指标详解

	类别	逾期标准	拨备计提比例
	正常	贷款未逾期	1%
	关注	贷款逾期不超过90天	2%
不良	次级	贷款逾期超过90天，但不足270天	20~30%
	可疑	贷款逾期270天以上	40~60%
	损失	贷款逾期360天以上无法收回	100%

图：银行不良贷款处置流程



资料来源：《商业银行金融资产风险分类办法》，《银行贷款损失准备计提指引》，HTI整理

1.4.3 不良拐点的出现早于风险完全暴露

- 根据《金融企业呆账核销管理办法》，贷款认定为呆账后，在取得必要书面材料后可以核销。需要注意的是，呆账认定【不一定】需要债务人破产清算完成，尚在运营中企业的贷款也有可符合呆账的认定标准。
- 对于还未正式破产清算的开发商贷款，按照《金融企业呆账核销管理办法》附件《一般债权或股权呆账认定标准及核销所需相关材料》（七），如果诉诸法律强制执行180天还没收回贷款/强制执行困难/无财产可执行，也可以认定为呆账后核销。
- 而且按照第九、十条规定，只要有一家金融机构在一笔借款上获得法院无财产执行/难以或无法执行的裁定，那么所有金融机构对这一债务人相同条件的贷款，都可以认定为呆账后核销。
- 另外，根据《一般债权或股权呆账认定标准及核销所需相关材料》（十三），金融机构如果对不良贷款进行了打包转让，处置回收资金低于贷款余额的部分在认定呆账后进行核销。

表：呆账认定标准的相关条款原文

《金融企业呆账核销管理办法》条款	内容
《一般债权或股权呆账认定标准及核销所需相关材料》（七）	由于借款人和担保人不能偿还到期债务，金融企业诉诸法律，借款人和担保人虽有财产，但对借款人和担保人强制执行超过180天以上仍未能收回的剩余债权；或者借款人和担保人虽有财产，但进入强制执行程序后，由于执行困难等原因，经法院裁定终结（中止）执行或者终结本次执行程序的债权；或者借款人和担保人无财产可执行，法院裁定终结（中止）执行或者终结本次执行程序的债权。
《一般债权或股权呆账认定标准及核销所需相关材料》（十三）	金融企业采取打包出售、公开拍卖、转让、债务减免、债转股、信贷资产证券化等市场手段处置债权或者股权后，根据转让协议或者债务减免协议，其处置回收资金与债权或股权余额的差额。
第九条	借款人在同一金融企业的多笔贷款，当其中一笔债务经过该金融企业诉讼或仲裁并取得无财产执行的终结（中止）执行或者终结本次执行程序的裁定，或者虽有财产但难以或无法执行终结（中止）执行或者终结本次执行程序的裁定，对于该借款人的担保条件不超过该笔债务，金融企业可以依据法院仲裁机构的裁定、内部清收报告及法律意见书核销。
第十条	借款人在不同金融企业的多笔债务，当其中一个金融企业经过诉讼或仲裁并取得无财产执行的终结（中止）执行或者终结本次执行程序的裁定，或者虽有财产但难以或无法执行终结（中止）执行或者终结本次执行程序的裁定，对于该借款人的担保条件不超过该笔债务，其他金融企业可以依据法院或仲裁机构的裁定、内部清收报告及法律意见书核销。

1. 开发商贷款风险到拐点
2. 地产其他相关贷款风险评估
3. 投资观点
4. 风险提示

2.1 依次处理风险：上下游已经去杠杆

- 我们认为中国的债务风险暴露及处置的顺序，不是“房地产带动上下游风险暴露”，而是“其他行业风险先出清，最后再处理风险暴露的房地产”。
- 地产不良率提升的时间段，其他行业不良率已经开始下降了，相互抵消后整体不良率开始改善。目前仅地产开发商风险比较高，其他关联行业未出现行业性债务危机。

2012-2013: 民企、小微、制造业

2017-2019: 表外业务, 复杂企业集团

2021开始: 地产企业

2014-2016: 大中型企业、上游过剩产能

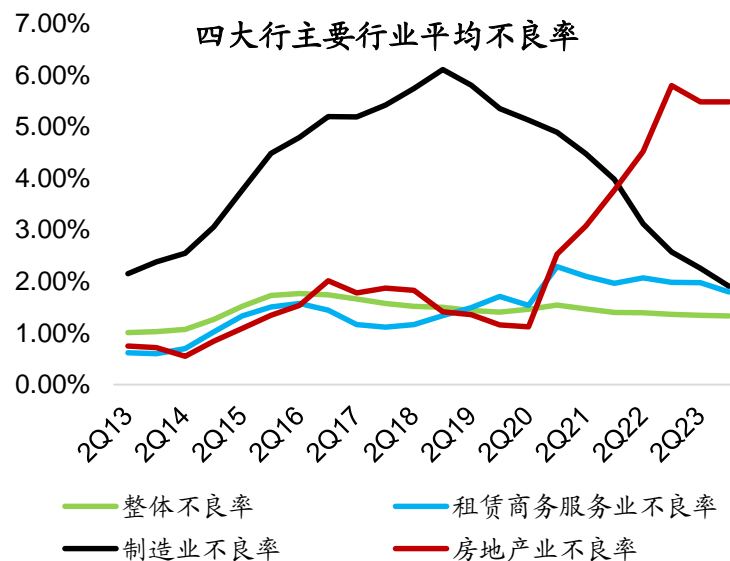
2019-2021: 较大的金融机构

大力化解城投风险

图：房地产上下游简图



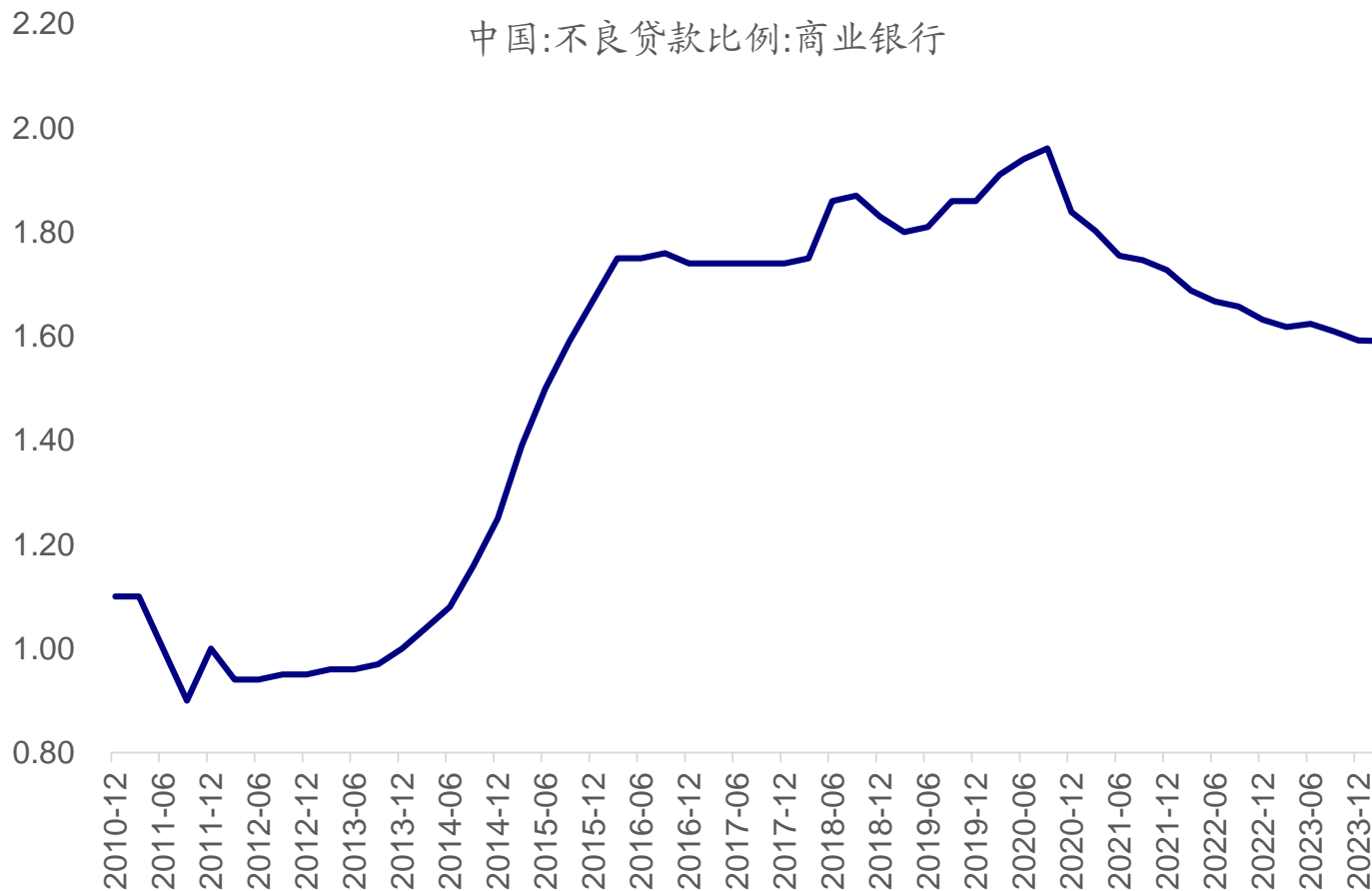
图：地产不良率上升不改行业不良率下降趋势



资料来源：中国政府网，中国人民银行，中国经济网，央广网，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行2013-2023年报及半年报，HTI整理

2.2 银行不良贷款率持续下降

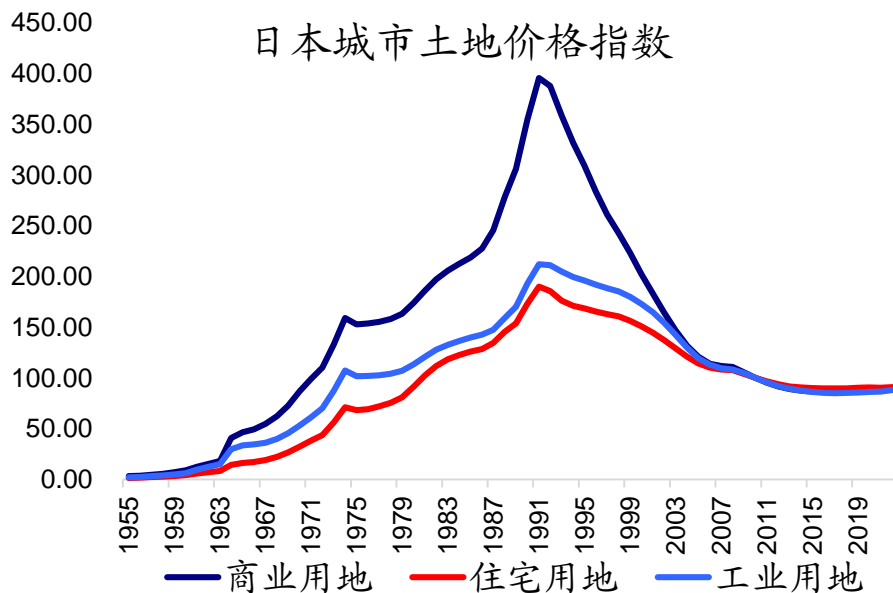
图：银行不良率已经连续14个季度下降或持平（%）



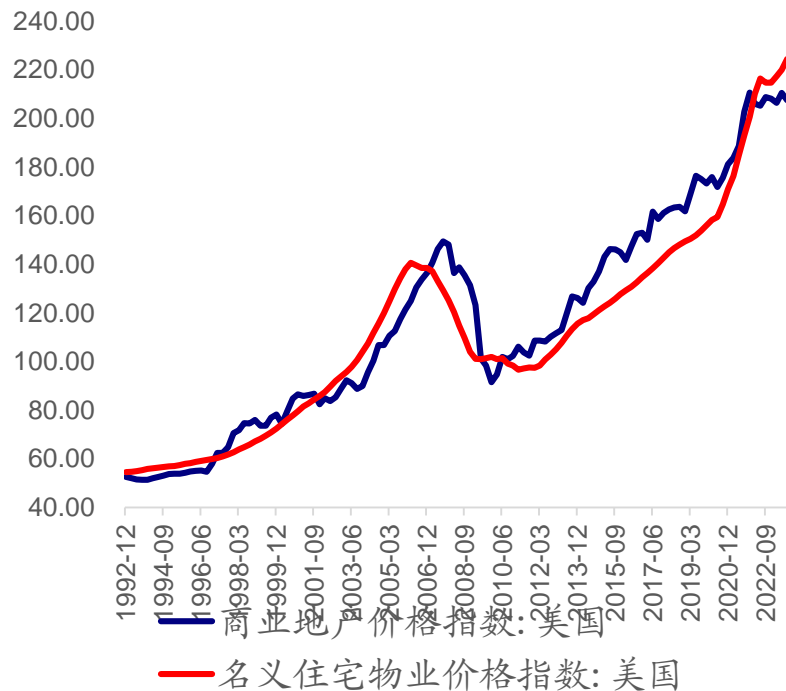
2.3 日本、美国金融危机前工商业地产涨幅明显

- 2008年之前的美国、1991年前的日本，商业地产、工业地产的价格均有大幅上涨。
- 企业的贷款抵押物主要是商业地产、工业地产。日本资产泡沫破裂后，商业和工业地产的价格暴跌。即使银行不抽贷，企业部门也意识到自己资产负债表受损，倾向于“节衣缩食”，用未来的利润修补资产负债表，而不是增加资本开支。由此带来的结果是日本经济不增长，产业研究开发滞后、竞争力下降。

图：1991年之前日本商业地产、工业地产价格大涨



图：美国商业地产和住宅价格同步上涨

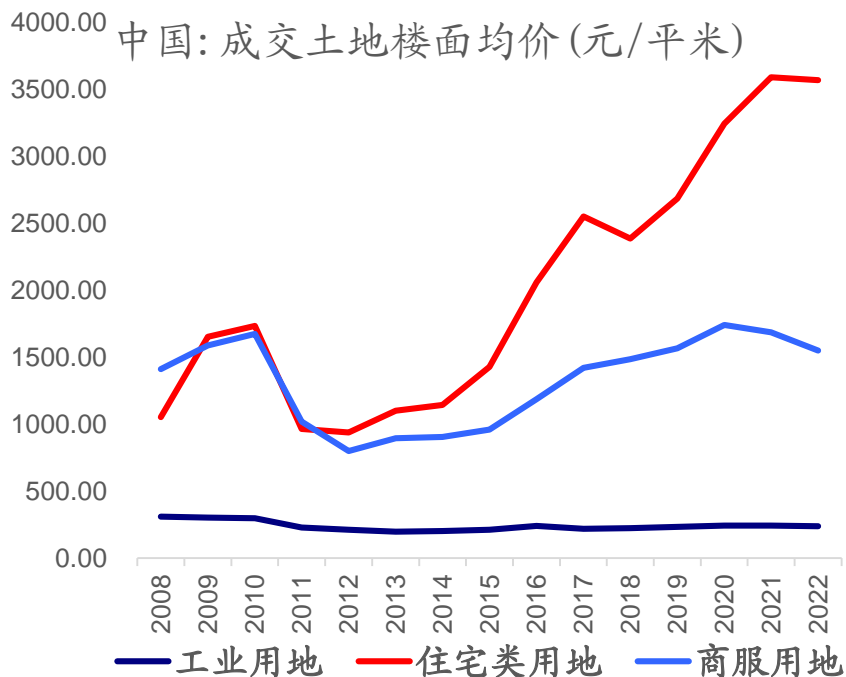


资料来源：Wind，HTI

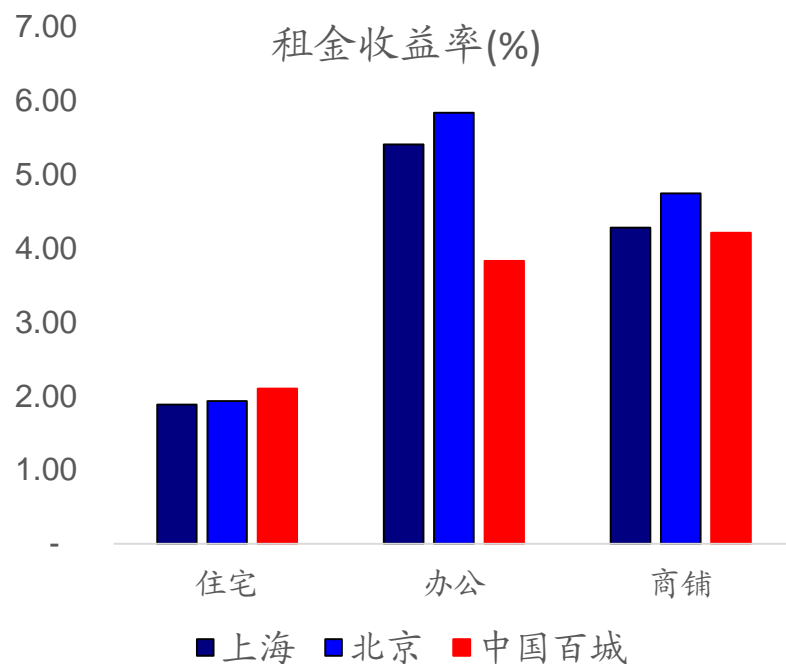
2.3 中国商业、工业地产价格平稳

- 而中国只有住宅价格涨幅明显，2022年商业地产、工业地产的价格较2017年仅上涨了1%、8%。截至2023年底，办公、商铺的租金收益率在4%左右，处于合理水平。
- 我们认为如果中国商业地产、工业地产价格基本平稳，企业的资产负债表就不会直接受损，那么盛行的“资产负债表衰退”理论，就不适用于中国本轮房地产回调中的实体企业。

图：中国商服、工业用地价格没有大涨



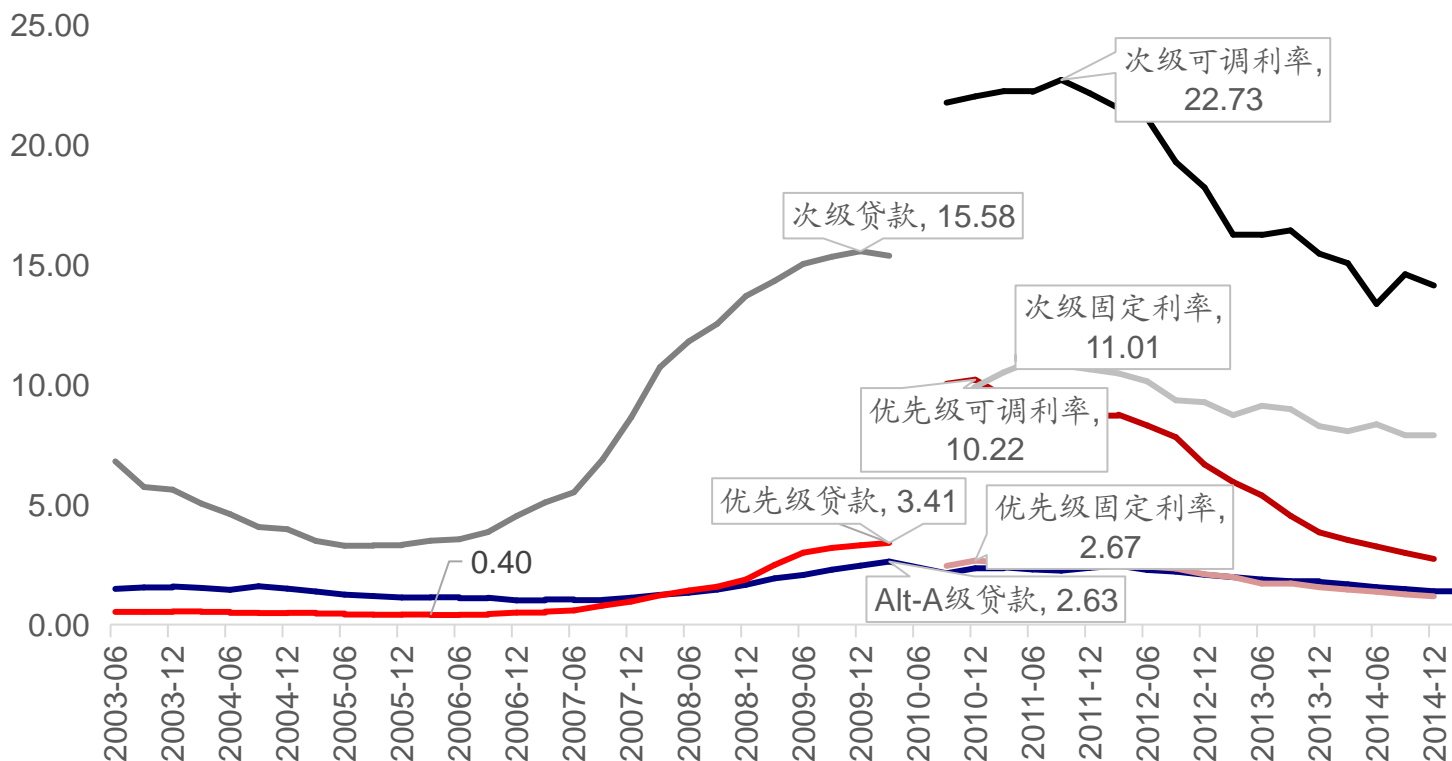
图：办公、商铺租金收益率尚可



2.4 次贷VS非次贷：美国2008年的数据

- 从信用评级的角度而言，优先级贷款 > “Alt-A”贷款 > 次级贷款。Alt-A泛指那些信用记录很好或不错，但缺少或完全没有收入、资产等证明文件的人。
- 次贷危机前，可调利率按揭贷款（ARM）往往设计成前期利率很低，后期利率提高的模式，以方便无法负担固定月供的群体贷款买房。

图：美国次贷危机前后不同类型房贷断供比例(%)



资料来源：Wind，HTI

注：图中标签为各类型房贷的最高断供比例

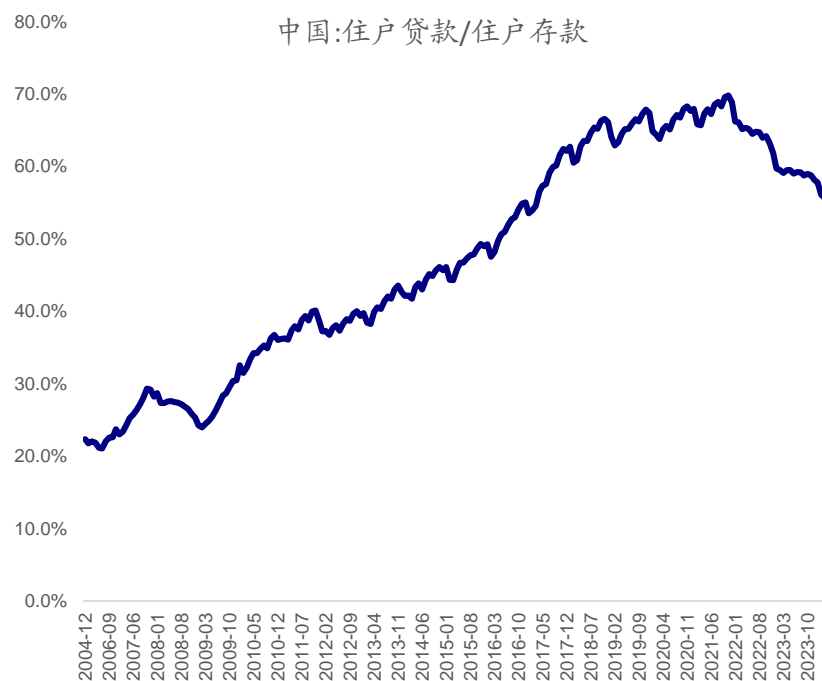
2.5 中国居民的资产负债表

- 从居民的资产负债率来看，中国低于日、美、德、英、澳等发达国家。
- 并且中国居民的贷款与存款之比，从2021年底开始持续下降。这个比值在2009年之后趋势性上升。在2021年底终于拐头，居民部门的风险边际降低。

表：中国居民负债率和发达国家比处于较低水平(2019年数据)

	居民总资产	居民总负债	居民负债率	房地产资产	居民负债/房地产资产
美国(万亿美元)	147.4	17.1	11.6%	35.8	47.6%
日本(万亿日元)	3032.9	340.5	11.2%	1138.3	29.9%
德国(万亿欧元)	15.7	1.9	12.1%	8.4	22.6%
英国(万亿英镑)	12.6	2.0	15.7%		
澳大利亚(万亿澳元)	13.6	2.5	18.5%	7.7	32.7%
中国(万亿人民币)	575.0	62.3	10.8%	232.5	26.8%

图：居民贷款/存款比例开始下降

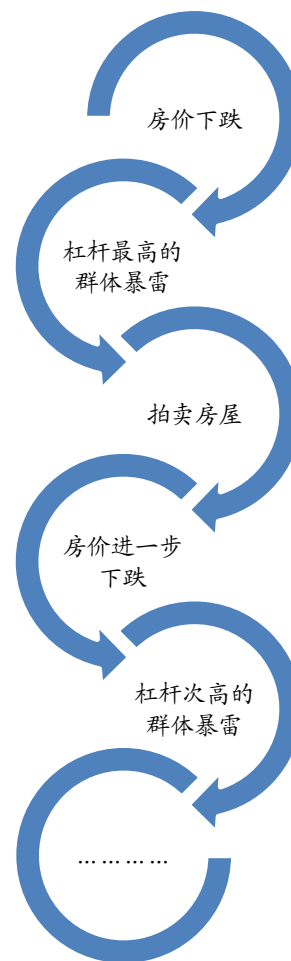


资料来源：Wind，社科院国家资产负债表研究中心，HTI

2.6 中国居民房贷的安全性优势

- 中国银行业没有做次贷，也没有做利率跳升的可调利率按揭贷款（ARM）。
- 中国居民提前还贷、主动去杠杆。
- 中国个人破产制度尚在试点，预计加大对逃废债的打击力度。
- 中国银行业不会因为房价下跌，而大面积要求客户补充抵押品/提前还款。
- 此前温州、鄂尔多斯、环京都出现过房价深度下跌，但“弃房”、贷款违约者并不是主流，个人住房按揭贷款不良率长年维持低位。

图：若银行要求客户补充抵押品/提前还款，或导致恶性循环



1. 开发商贷款风险到拐点
2. 地产其他相关贷款风险评估
3. 投资观点
4. 风险提示

3.1 风险暴露速度下降即是积极信号

- 我们认为，银行作为地产开发商的债权人，房地产拐点并不是“交易量拐点”，也不是“房价拐点”，而是“开发商风险拐点”。
- 若仅从利润表的角度看，只要开发商风险暴露速度下降，那么银行的利润表中相应计提的减值损失就会同比下降，利润表就会修复。
- 如前所述，多家银行对地产企业贷款不良率边际下降，开发商风险拐点已经有显现迹象。而交易量的拐点、乃至房价拐点，目前尚未在统计数据中看到。

图：房地产不同拐点的出现顺序



3.2 银行息差展望

- 市场往往关注银行财报、监管直接披露的息差数据。需要注意的是，该数据是累计值；即2023年报、2023年度监管指标里的息差数字，是2023年四个季度的平均值。
- 这使得2024Q1息差相较2023年降幅较大。但事实上，根据我们测算的单季度息差，2024Q1相比2023Q4息差仅下降2BP。
- 随着二季度以来存款监管的推进，我们预计2024Q2息差环比企稳。

表：2024Q2存款监管相关新闻

报道媒体与日期	新闻标题
央视新闻，2024-4-15	银行业规范“手工补息” 严查高息揽储
人民日报社中国经济周刊，2024-5-30	难觅踪迹的大额存单
新京报，2024-5-14	明日起下架！银行智能通知存款正在大面积退场

资料来源：央视新闻，中国经济周刊，新京报，HTI整理

3.3 银行估值提升的三个阶段

- 我们复盘银行股的估值表现，发现2022年底到2023年底市场对银行基本面信心不强时，股息率较高的个股受青睐。
- 随着经济基本面有所修复，城商行股息率接近大行水平，绩优股的估值与基本面的差距得到修正。
- 如果地产风险开始下降，宏观信心逐渐修复，那么股份行的估值有望同步回升。
- 理论上城商行BETA也不弱于股份行，短期内很多小银行的估值或易受转债转股因素影响（可能触发强赎，或者转债即将到期）。

风格	典型公司	特征	触发因素
高股息	国有大行	股息率高	2022年底五大行股息率在7%左右，行业平均股息率和国债利差到历史极值
业绩好	优质城商行	业绩好	2024年初城商行平均股息率和五大行接近
BETA高	股份行	之前市场信心不足时受损多、跌幅深的银行	对宏观的信心开始修复，对公房地产不良率下降

3.4 小结

行业逻辑:

- 香港本地银行和中国大陆银行，在2023年报中均有部分出现对内地房地产企业贷款不良率下降的情况，两者数据相互验证。
- 由于地产相关产业链的不良贷款早年已经处置，并且中国的商服用地、工业用地价格十几年来未有明显上涨，地产问题很难导致中国实体企业出现大规模债务违约现象。
- 由于中国没有次贷业务、个人破产制度仅试点、居民主动降低贷存比、房价回调后银行通常不抽贷，居民按揭的风险也可控。
- 随着开发商贷款不良率逐步下降，投资人对中国的系统性风险担忧预计逐步缓解，银行业有望迎来价值重估。

个股建议关注:

- 优质区域性银行成长机遇：杭州银行、江苏银行、苏州银行、齐鲁银行、沪农商行。
- 股份制银行的修复机会：招商银行、浙商银行。
- 长线配置型资金可继续关注大型银行的长期配置价值。港股大行可关注股息率最高、PE最低的建设银行。

关注地产风险是否会进一步蔓延；关注城投风险是否会有超预期恶化。

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，林加力，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, Jiali Lin, 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，周琦，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, Nicole 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).

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601398.CH, 601288.CH, 600036.CH, 601998.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 601229.CH, 601187.CH, 601665.CH and 601825.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 601398.CH, 601288.CH, 600036.CH, 601998.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 601229.CH, 601187.CH, 601665.CH and 601825.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 601398.CH, 601288.CH, 600036.CH, 601998.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 601229.CH, 601187.CH, 601665.CH and 601825.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.

601398.CH, 601288.CH, 600036.CH, 601998.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 601229.CH, 601665.CH 及 601825.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

601398.CH, 601288.CH, 600036.CH, 601998.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 601229.CH, 601665.CH and 601825.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

0011.HK, 0023.HK, 601398.CH, 601288.CH, 600036.CH, 601998.CH, 000001.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 002142.CH, 601009.CH, 600919.CH, 601229.CH, 600926.CH, 601838.CH, 002948.CH, 002966.CH, 601187.CH, 002958.CH 及海通资管瑞盈一号定向资产管理计划目前或过去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。

0011.HK, 0023.HK, 601398.CH, 601288.CH, 600036.CH, 601998.CH, 000001.CH, 601988.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601658.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 002142.CH, 601009.CH, 600919.CH, 601229.CH, 600926.CH, 601838.CH, 002948.CH, 002966.CH, 601187.CH, 002958.CH and 海通资管瑞盈一号定向资产管理计划 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.

600000.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。

600000.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从600000.CH获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 600000.CH.

海通在过去的12个月中从601398.CH, 600036.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 002142.CH, 601009.CH, 601229.CH, 600926.CH, 002966.CH 及 002958.CH获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 601398.CH, 600036.CH, 601939.CH, 601328.CH, 601166.CH, 600000.CH, 601818.CH, 601916.CH, 002142.CH, 601009.CH, 601229.CH, 600926.CH, 002966.CH and 002958.CH.

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International 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

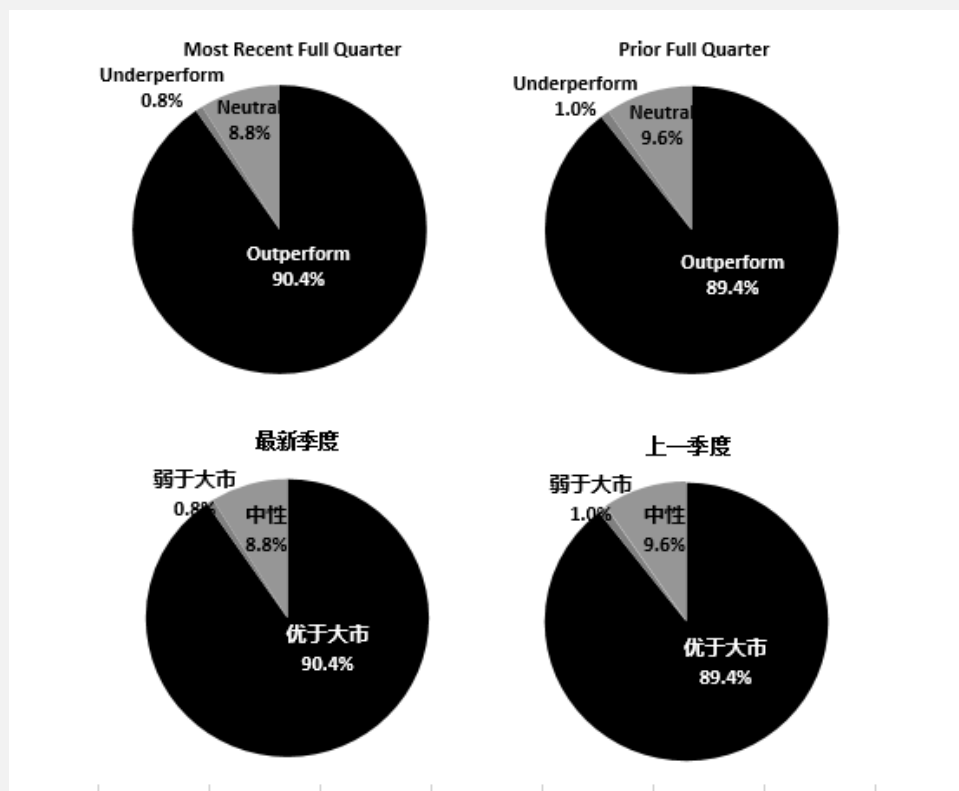
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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》《盟浪网用户服务协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

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

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

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

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

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

重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099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 Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, 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

APPENDIX 2

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>