

行稳致远，进而有为——非银行金融行业2024年投资策略(Steady Steps for Long-term Achievements: An Investment Strategy for the Non-Banking Financial Sector in 2024)

孙婷Ting Sun ting.sun@htisec.com

10 Dec 2023

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. 保险：短期波动不改长期向好趋势

1.1 2023年经营回顾：投资收益、新单保费冰火两重天

1.2 2024年及中长期展望：负债端短期承压，资产端改善空间大

1.3 低利率环境下，降成本、控费用、防风险多管齐下

1.4 投资策略：估值低位，攻守兼备

2. 券商：资本市场改革持续推进，ROE提升空间大

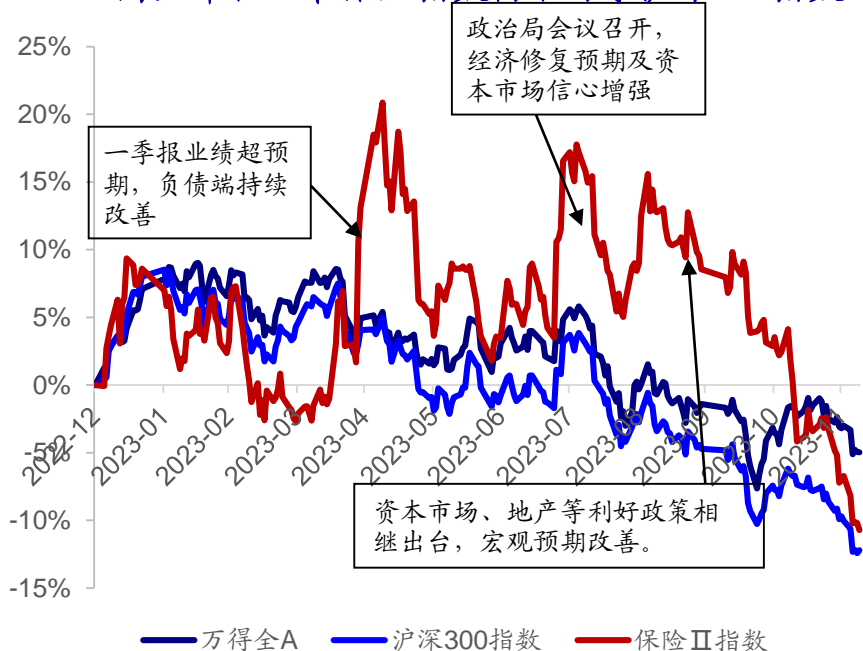
风险提示：1) 长端利率持续趋势性下行，2) 权益市场大幅下跌，3) 新单保费增长不达预期。

1. 保险板块涨跌互现，累计收益跑赢沪深300指数

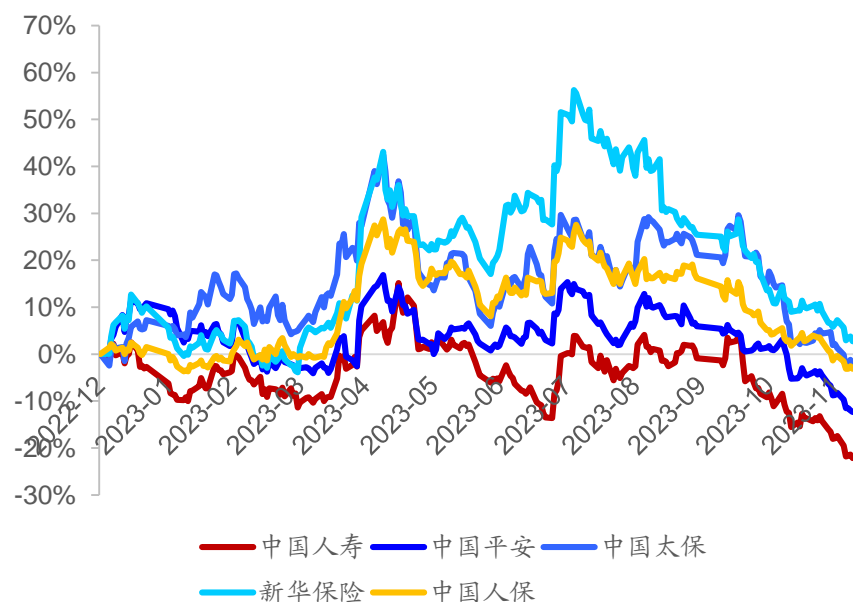
300指数

- 2023年以来，保险股价大幅震荡，跑赢沪深300指数，但跑输万得全A。
- 2023年以来股票市场整体较为平淡，截至12月8日，万得全A、沪深300指数分别-5.0%、-12.2%。受经济预期、长端利率、当期业绩及宏观政策等多重因素影响，保险指数涨跌互现，累计下跌10.7%，表现仍略好于沪深300指数。
- 个股涨跌幅明显分化。截至12月8日，中国人寿、中国平安、中国太保、中国人保、新华保险股价分别-22%、-12%、-2%、-3%、+3%。

图：年初以来保险指数仍略好于沪深300指数



图：新华保险股价表现显著好于同业



1.1 新准则切换+投资端承压，拖累2023净利润表现

- 新会计准则口径下，2023年前三季度上市险企归母净利润同比-17.8%，主要受新会计准则切换、Q3权益市场下跌等因素影响。其中中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保分别实现归母净利润355亿元、876亿元、231亿元、95亿元、205亿元，分别同比-36%、-6%、-24%、-15%、-15%。
- 截至2023年Q3末，五家险企归母净资产分别较年初+29.7%、+3.9%、+21.4%、+10.6%、+7.9%，较年中均有减少。

表：2023年前三季度保险公司的归母净利润（亿元）

归母净利润	2022Q3	2023Q3	同比增速	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比增速
中国人寿	162.1	-6.1	盈转亏	555.1	355.4	-36.0%
中国平安	220.6	177.3	-19.6%	927.8	875.8	-5.6%
中国太保	105.4	48.2	-54.3%	306.2	231.5	-24.4%
新华保险	21.0	-4.4	盈转亏	112.9	95.4	-15.5%
中国人保	59.7	6.2	-89.6%	242.6	205.0	-15.5%
合计	568.8	221.3	-61.1%	2144.7	1763.1	-17.8%

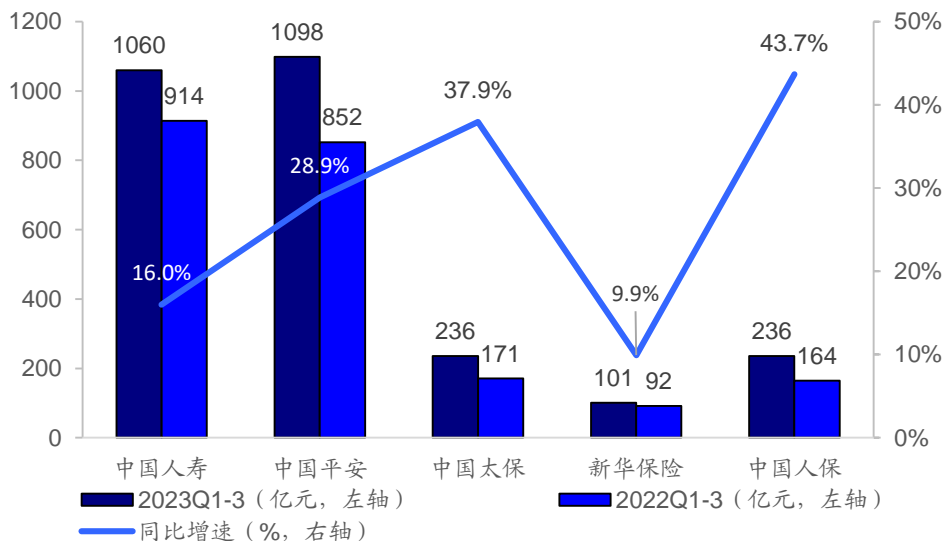
资料来源：上市保险公司2023年中报、三季报，2022年三季报，HTI

注：上表中中国人寿数据同样采用新会计准则口径

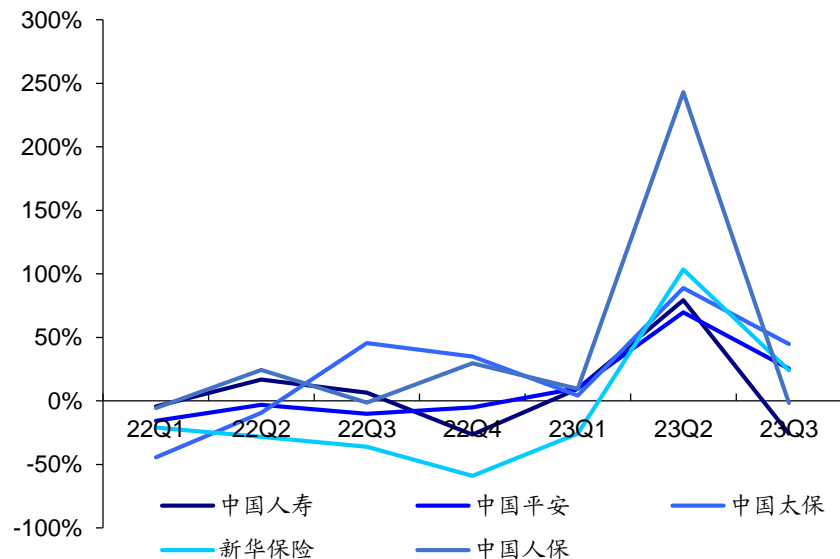
1.1.1 储蓄类产品热销带动新单保费快速增长

- 受其他资产收益率走低、预定利率下调等因素推动，增额终身寿、普通年金等传统型储蓄险热销，前三季度国寿（首年期交）、平安（个人业务新单）、太保（个险新单期缴）、新华（个险新单期缴）、人保（寿险长险新单期缴）分别同比+16%、+29%、+38%、+10%、+44%。
- 我们认为，Q3新单保持较快增长主要由于7月仍处于停售前热销尾声，而8月之后新旧产品切换、银保业务暂停也导致了Q3增速较Q2明显放缓；预计国寿单季增速转负还受到开门红准备提前的影响。

图：2023年前三季度上市险企个险新单期缴及增速



图：2023年个险新单期缴持续高增长

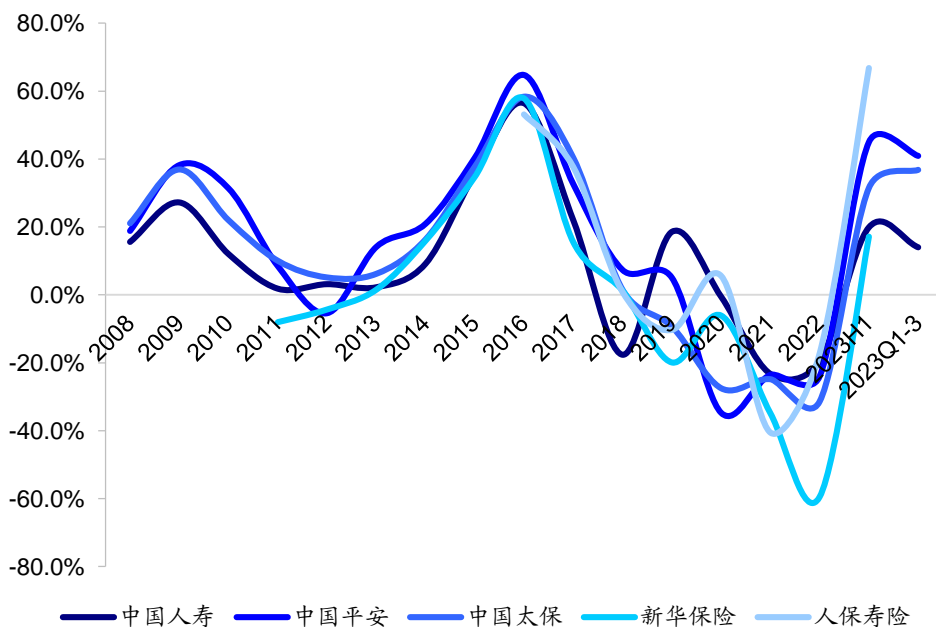


资料来源：上市保险公司2022-2023年季报、中报，HTI
 注：中国平安和中国太保为规模保费口径，其他公司为原保费口径 5

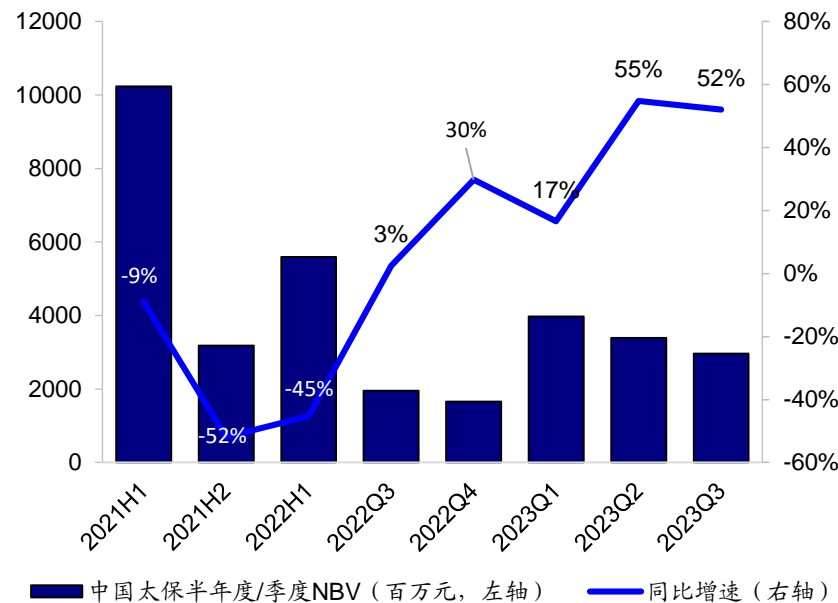
1.1.1 预计全年NBV大幅增长，NBV margin逐步企稳

- 预计2023年上市险企NBV将实现大幅增长。2023H1国寿、平安（可比口径）、太保、新华、人保NBV分别同比+19.9%、+32.6%、+31.5%、+17.1%、+66.8%，前三季度国寿、平安、太保NBV分别同比+14.0%、+29.9%（非可比口径）、+36.8%。
- 从季度增速来看，平安、太保Q3单季NBV分别同比+28.6%、+52.0%，较Q2的86.2%、54.8%明显放缓，但增速绝对水平仍然较高。

图：2023年前三季度上市险企NBV普遍实现高增长



图：中国太保历史分季度NBV同比增速

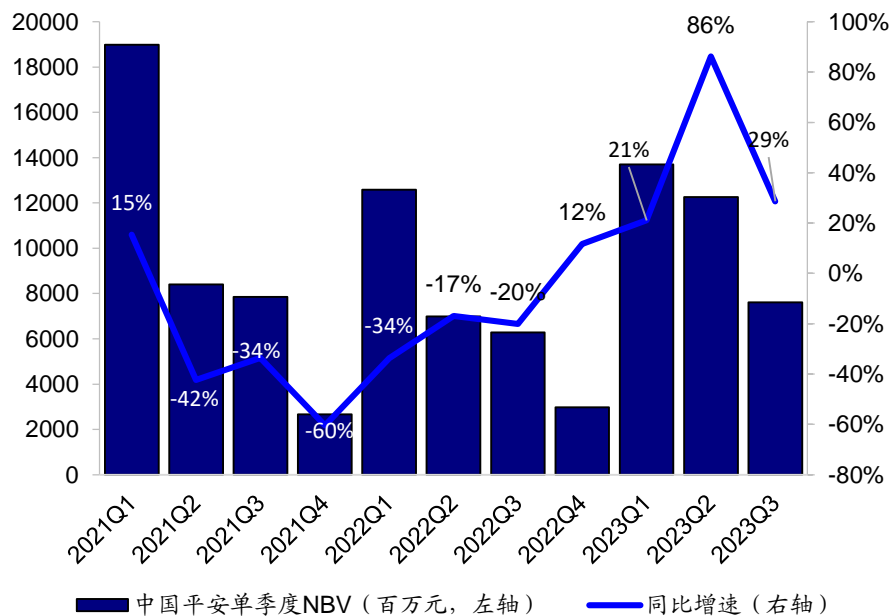


资料来源：上市保险公司历年财报，HTI

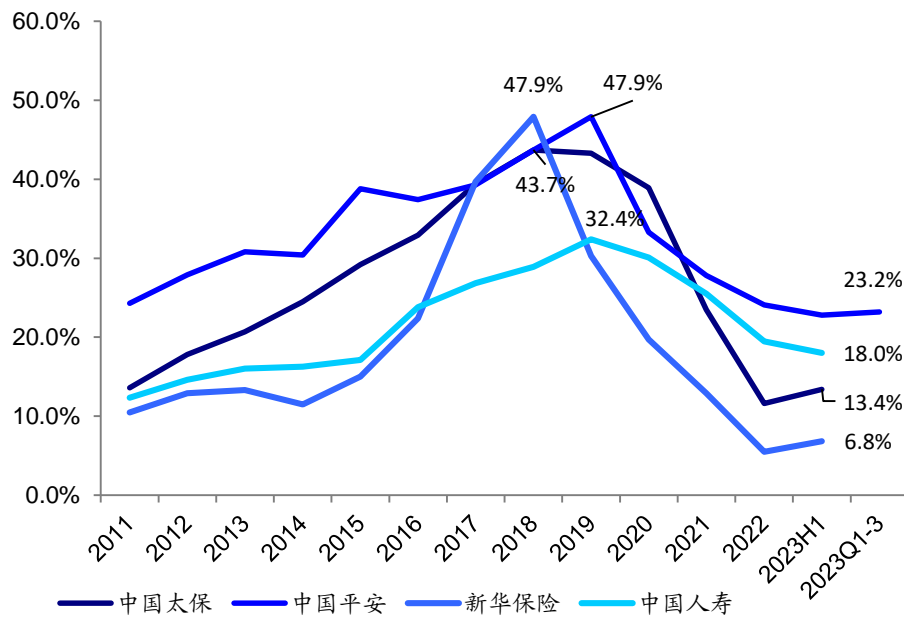
1.1.1 预计全年NBV大幅增长，NBV margin逐步企稳

- 上市险企新业务价值率经历了2019年以来的大幅下降，目前已经呈现企稳态势，主要受益于保单结构优化。
- 2023H1国寿、平安、太保、新华、人保NBV Margin分别为18.0%、22.8%、13.4%、6.8%，同比-0.4pct、-2.9pct、+2.7pct、+0.3pct。
- 2023H1国寿、平安、太保、新华、人保个险NBV margin分别为27.0%、29.3%、27.8%、23.9%、11.6%，同比-1.5pct、-7.4pct、-1.4pct、-3.0pct、+0.4pct

图：中国平安历史分季度NBV同比增速



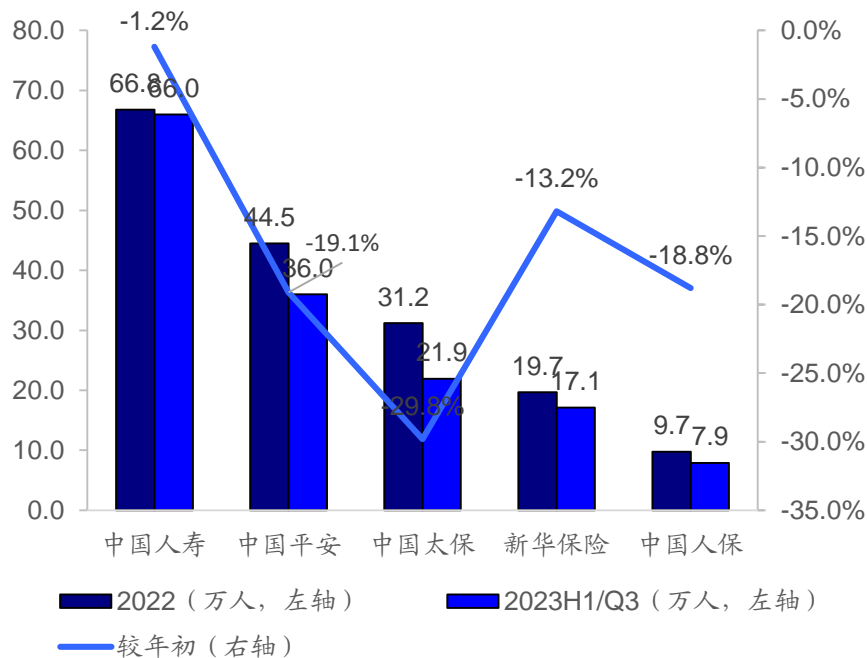
图：2023年上市险企NBV Margin已趋企稳



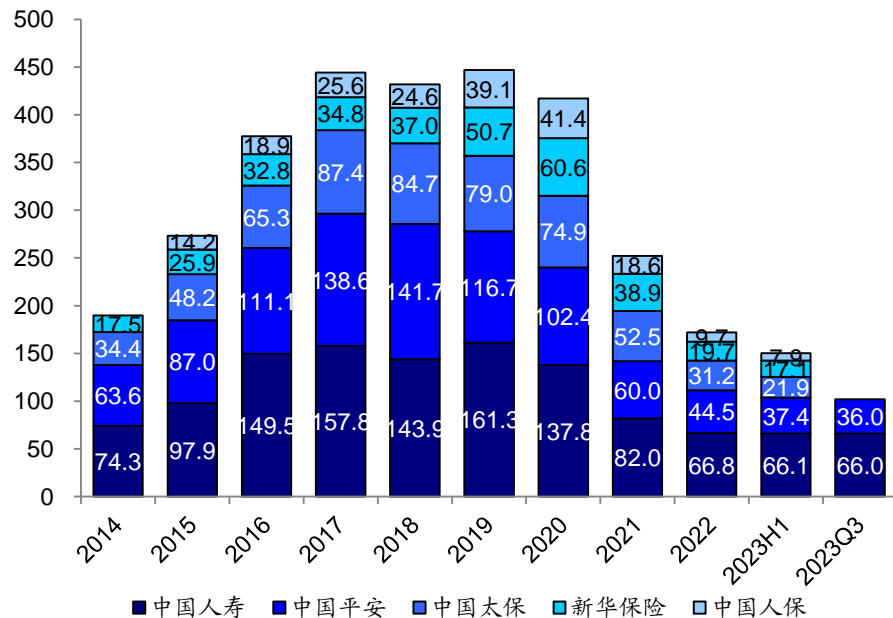
1.1.2 国寿代理人规模率先企稳，各险企人均产能大幅提升

- 2023年以来大部分险企人力规模仍然下滑，国寿已经率先实现企稳。
- 国寿、平安2023年Q3末代理人分别为66.0万、36.0万人，分别较年初-1.2%、-19.1%，较年中-0.2%、-3.7%，国寿代理人企稳趋势不断稳固。
- 太保、新华、人保2023年年中代理人分别为21.9万（月均）、17.1万、7.9万人，分别较年初-29.8%、-13.2%、-18.8%。

图：中国人寿代理人规模率先企稳



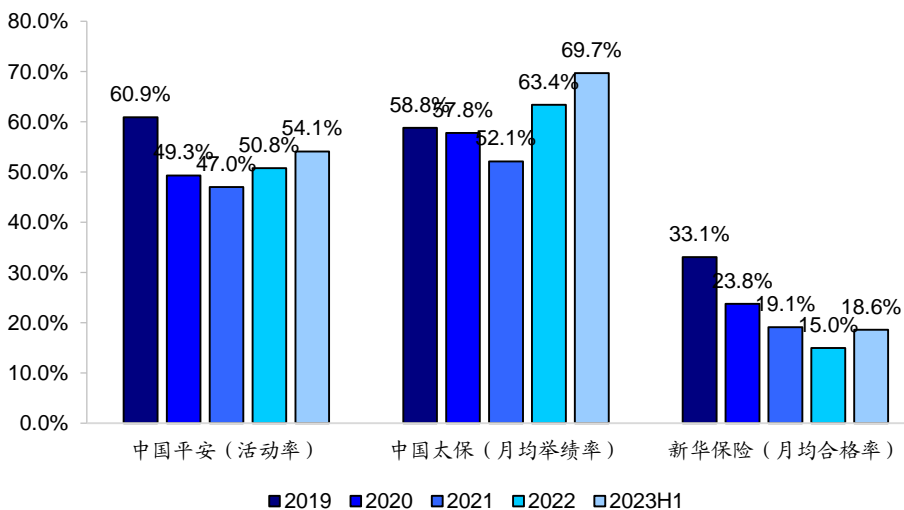
图：上市保险公司代理人规模已降至历史低位（万）



1.1.2 国寿代理人规模率先企稳，各险企人均产能大幅提升

- 寿险改革转型+市场景气度向上推动代理人活动率与人均产能明显提升。
- 前三季度国寿代理人人均首年期交保费同比提升**28.6%**，平安人均NBV同比**+94.4%**。
- 上半年太保代理人月均举绩率同比**+5.7pct**提升至**69.7%**，月人均首年规模保费及首年佣金分别同比**+35.3%**、**+61.8%**；新华月均合格率**18.6%**，同比**+1.1pct**，月均人均综合产能同比**+111%**。

图：2023H1太保、新华代理人活动率（举绩率）均有所改善



表：2023H1上市险企代理人产能指标普遍大幅提升

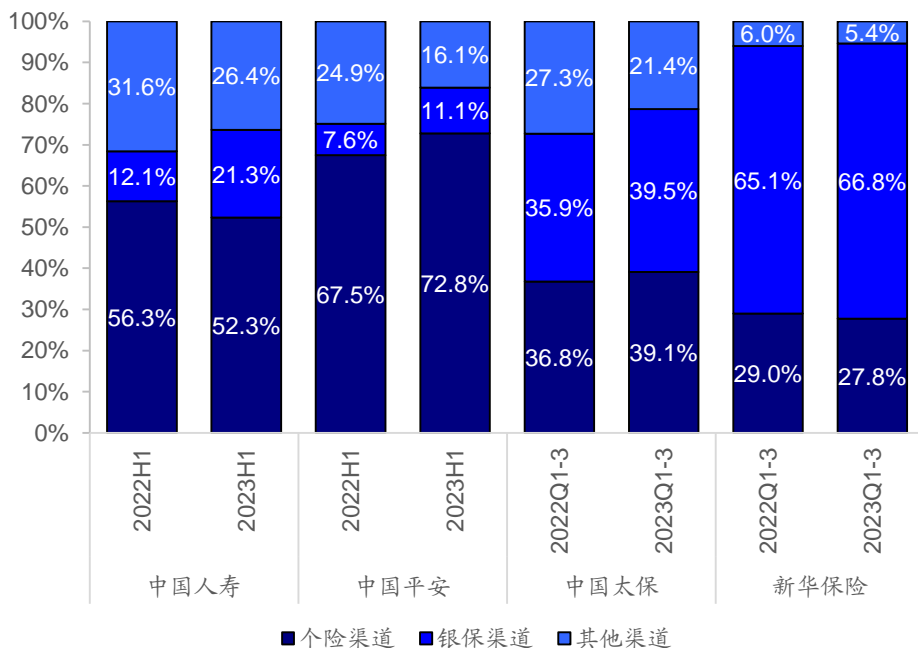
公司	主要指标	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	同比
中国平安	代理人人均NBV (元/人均每半年)	25003	25185	31958	56281	76.1%
	代理人收入 (元/人均每月)	3189	5889	7957	10887	36.8%
	代理人寿险收入 (元/人均每月)	5127	4954	6373	8668	36.0%
中国太保	核心人力月人均首年规模保费 (元)	-	-	41006	55478	35.3%
	核心人力月人均首年佣金收入 (元)	-	-	4624	7482	61.8%
新华保险	月均人均综合产能 (元)	3578	3105	3840	8103	111.0%

资料来源：上市保险公司历年财报，HTI

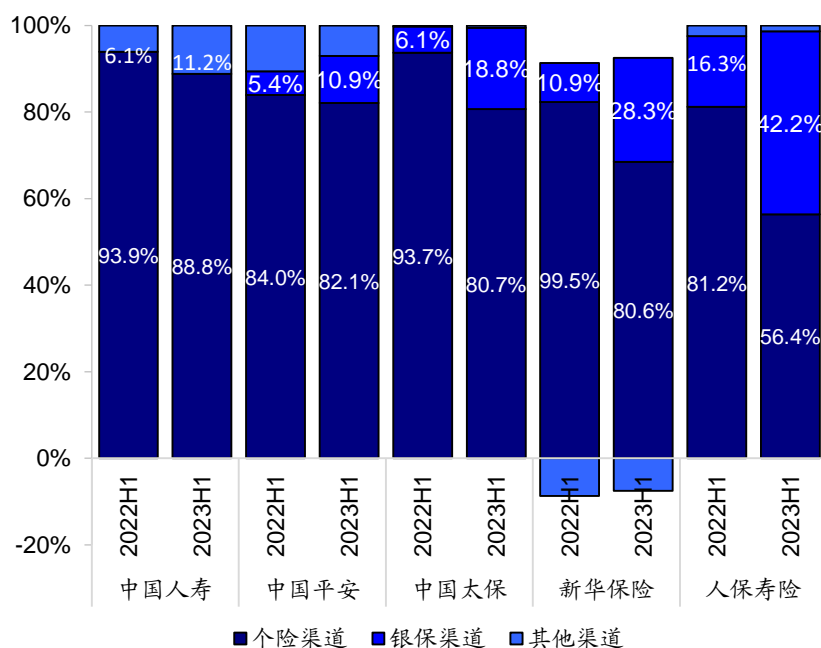
1.1.2 银保渠道对2023年新单保费及NBV贡献显著提升

- 2023年以增额终身寿为代表的长期储蓄类业务市场需求旺盛，银保渠道业务规模快速放量，对新单保费和NBV增长贡献显著提升。
- 前三季度太保、新华银保渠道在新单保费中占比分别同比+3.6pct、+1.8pct，新华银保渠道贡献已经接近7成，国寿、平安上半年占比则同比+9.1pct、+3.5pct。
- 上半年平安、太保、新华、人保寿险银保渠道NBV分别同比+167%、+305%、+203%、+331%，占比分别同比+5.5pct、+12.7pct、+17.3pct、+25.9pct。

图：2023年银保渠道对新单保费增长贡献提升



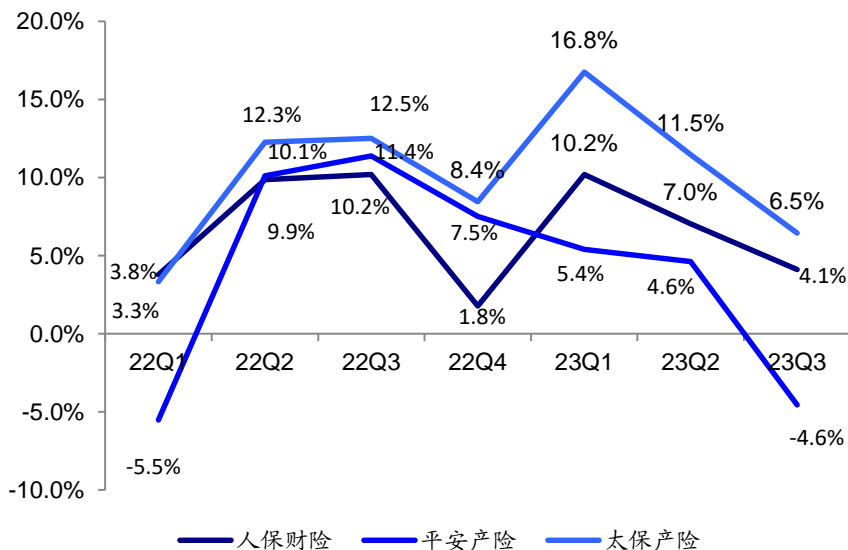
图：2023H1上市险企NBV中银保渠道占比普遍上升



1.1.3 产险：保费增速整体稳健，上市险企间明显分化

- 人保、平安、太保前三季度产险保费分别同比+7.5%、+1.8%、+11.8%，较上半年增速均放缓，主要受非车险影响。
- 三大险企Q3单季车险保费分别同比+5.4%、+6.2%、+5.8%，较Q2增速稳中有升，占比较年中分别+5.3pct、+2.7pct、+2.0pct。我们预计主要受益于汽车销量回暖，以及新能源车在新单中占比提升。
- Q3单季非车险保费分别同比+1.8%、-26.2%、+7.3%，其中平安非车险保费显著下滑预计主要是由于信保业务规模持续压降。

图：2022-2023年三大险企产险保费分季度增速



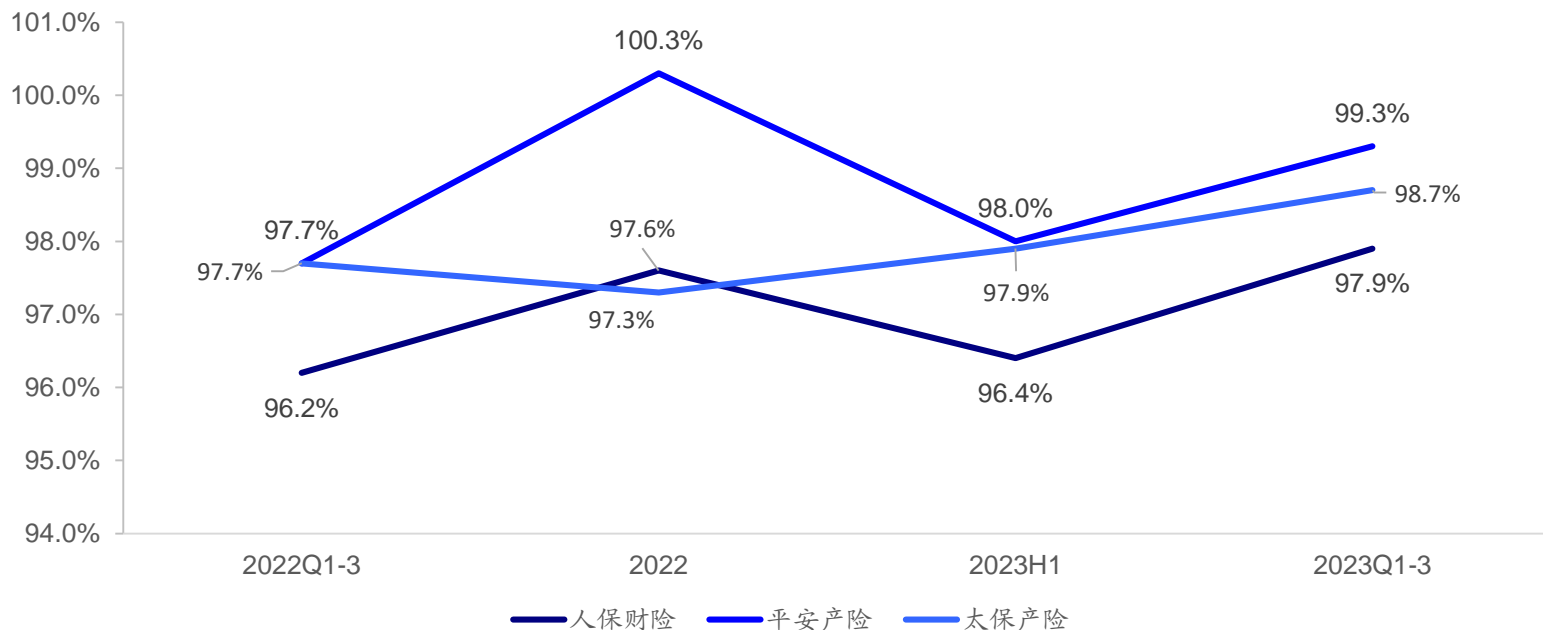
表：人保产险分险种保费增速及占比情况

	保费 (百万元)			占比		
	2023Q1-3	2022Q1-3	同比增速	2023Q1-3	2022Q1-3	占比变动
机动车辆险	206722	196028	5.5%	50.5%	51.4%	-1.0 pct
意健险	84370	80369	5.0%	20.6%	21.1%	-0.5 pct
农险	53328	45924	16.1%	13.0%	12.1%	+1.0 pct
责任险	28018	27246	2.8%	6.8%	7.2%	-0.3 pct
企业财产险	13696	12922	6.0%	3.3%	3.4%	-
信用保证险	4489	4171	7.6%	1.1%	1.1%	-
货运险	4108	3713	10.6%	1.0%	1.0%	-
其他险种	14839	10651	39.3%	3.6%	2.8%	+0.8 pct
合计	409570	381024	7.5%	100.0%	100.0%	-

1.1.3 产险：大灾等因素推高综合成本率水平

- 人保、平安、太保前三季度综合成本率分别为97.9%、99.3%、98.7%，分别同比+1.7pct、+1.6pct、+1.0pct。
- 财险综合成本率普遍提高主要受车辆出行恢复及大灾等因素影响，此外平安产险还受到信保业务拖累。

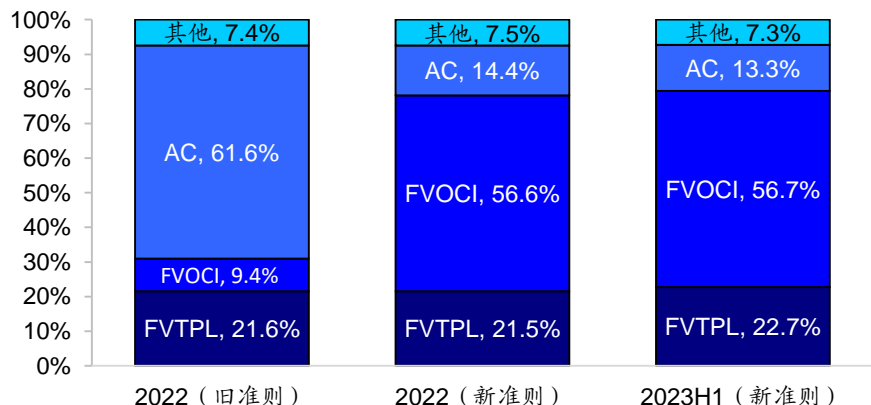
图：2023年前三季度上市险企综合成本率同比提升



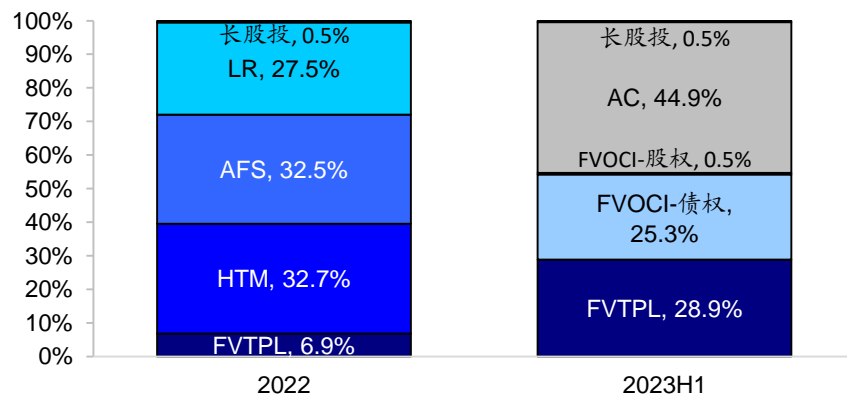
1.1.4 新会计准则下上市险企普遍增加FVTPL资产比例

- 中国平安在2018年率先执行了IFRS9准则，因此2023年起平安是在原有I9的三分类方法下重新分类。重分类后平安FVTPL资产比例变化不大，主要是原有AC类资产由61.6%降至14.4%，而FVOCI占比从9.4%提升至56.6%。我们认为主要是为了匹配会计政策、稳定净资产波动。
- 新华保险和中国人保则是首次执行IFRS9准则，因此主要是从传统四分类向三分类过渡。从最终划分结果上看，FVTPL类资产比例显著提升，新华保险和中国人保2023H1的FVTPL资产占比分别较年初+22.0pct、+23.8pct，预计主要是受到原有AFS下股票资产重分类的影响。

图：新会计准则下中国平安明显增加FVOCI类资产



图：2023年上半年新华保险投资资产会计分类结构



资料来源：中国平安、新华保险2023年中报，HTI

注：上图数据为公司投资资产口径。

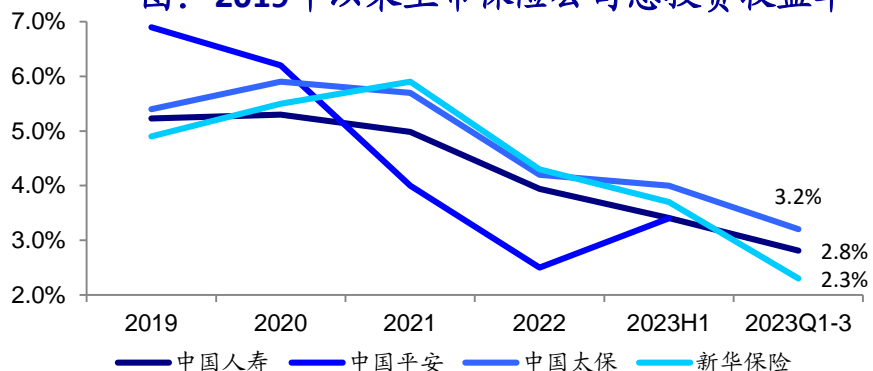
旧金融工具准则“四分类”：持有至到期投资-HTM；贷款和应收款项-L&R；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资-FVTPL；可供出售金融资产（兜底）-AFS

新金融工具准则“三分类”：以摊余成本计量的金融资产-AC；以公允价值计量且其变动计入其他综合收益(OC)的金融资产-FVTOCI；以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产(兜底)-FVTPL

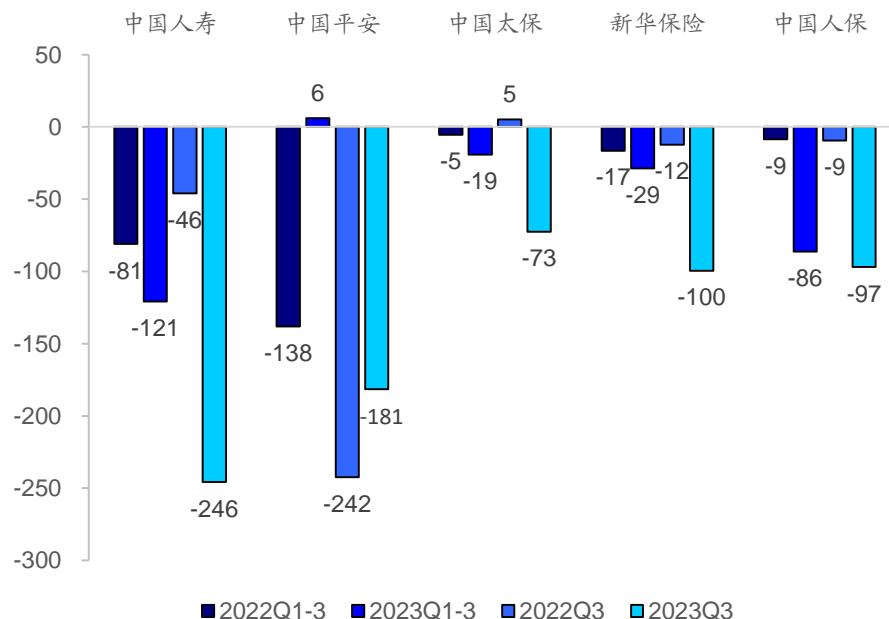
1.1.4 新准则切换+股市走弱，投资收益率明显承压

➤ 2023年上市险企实施I9准则后，FVTPL类股票资产占比较高，权益市场波动造成的公允价值变动直接反映在当期损益中，造成投资收益下滑。前三季度国寿、平安平均净投资收益率为3.9%，国寿、新华平均总投资收益率仅为2.6%，平安年化综合投资收益率3.7%。太保非年化口径净、总投资收益率分别为3.0%、2.4%，同比-0.2pct、-0.8pct。

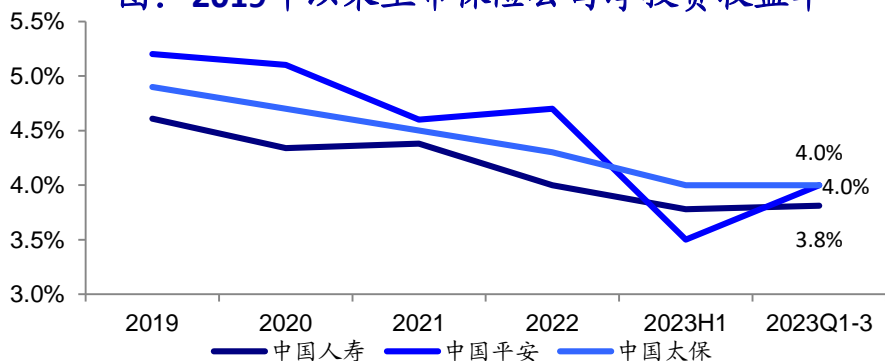
图：2019年以来上市保险公司总投资收益率



图：上市保险公司浮盈/浮亏变化（亿元）



图：2019年以来上市保险公司净投资收益率



1.1.5 优化险企偿付能力监管标准，缓解险企资本压力

➤ 9月10日国家金融监督管理总局发布并实施《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，其主要内容包括：1) 差异化调节最低资本要求；2) 将保单未来盈余计入核心资本比例由35%上调至40%；3) 下调沪深300成分股、REITs等资产风险因子。我们预计，通过上调保单未来盈余计入核心资本比例等政策，可以有效提高保险公司偿付能力水平，缓解资本压力。

表：保险公司权益类资产投资比例监管要求

上季末综合偿付能力充足率	投资比例上限 (权益类资产投资余额/上季末总资产)
<100%	10%
[100%,150%)	20%
[150%,200%)	25%
[200%,250%)	30%
[250%,300%)	35%
[300%,350%)	40%
≥350%	45%
其他要求	
1、保险公司上季末综合偿付能力充足率不足100%时，应当立即停止新增权益类资产投资。	
2、人身保险公司上季末责任准备金覆盖率不足100%、最近一年资金运用出现重大风险事件、资产负债管理能力较弱且匹配状况较差、具有重大风险隐患或被原银保监会列为重点监管对象、最近三年因重大违法违规行为受到原银保监会处罚，保险公司存在上述情形之一的，权益类资产投资余额不得高于本公司上季末总资产的15%。	
3、保险公司应当严格执行流动性监管比例要求，加强权益类资产的限额、品种和法人主体集中度管理，确保公司普通账户和独立账户保持充足流动性。保险公司投资单一上市公司股票的股份总数，不得超过该上市公司总股本的10%，原银保监会另有规定或经原银保监会批准的除外。	

表：新规下调沪深300成分股等资产风险因子

资产大类	资产明细类别	一期基础因子	二期基础因子	新规因子
股票	沪深主板股	0.31	0.35	0.3 (沪深300成分股)
	中小板股	0.41	0.45	-
	创业板股	0.48	0.45	-
	科创板股	-	0.45	0.4
股权投资	未上市股权	0.28	0.41	0.4 (国家战略性新兴产业)
	未上市股权投资 (无法穿透)	0.31	0.6	-
REITs	无法穿透部分	-	0.6	0.5

资料来源：国家金融监督管理总局，原银保监会，HTI。

1.1.6 财政部加强国有商业保险公司长周期考核

➤ 10月30日，财政部发文修订《商业保险公司绩效评价办法》中的经营绩效指标要求，将“净资产收益率”由“当年度指标”调整为“3年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式，3年周期指标为“近3年净资产收益率几何平均数（权重为50%）”，当年度指标为“当年净资产收益率（权重为50%）”。新规加强了国有商业保险公司长周期考核，有利于引导保险资金更注重长期投资业绩。

表：商业保险公司绩效评价指标体系

考核方面	具体指标	分值	考核方面	具体指标	分值
服务国家发展目标和实体经济（25%）	服务社会民生情况	5	发展质量（25%）	经济增加值率	5
	服务“三农情况”	5		综合费用利用率	5
	服务生态文明建设情况	5		人工成本利用率	5
	服务战略性新兴产业情况	5		人均利润率	5
	保险资金运用投资实体经济特定领域情况	5		人均上缴利税	5
考核方面	具体指标	分值	考核方面	具体指标	分值
风险风控（25%）	综合偿付能力充足率	5	经营效益（25%）	（国有）资本保值增值率	10
	SARMRA评估得分	5		净资产收益率	8
	保险公司风险综合评级			分红上缴比例	7
	保险资产负债管理量化评估得分				
	基本情景流动性覆盖率	5			
	综合赔付率	5			
资产减值准备与总资产比例	5				

1.1.7 销售分级制度已经进入实质推动阶段

- 9月28日，金融监督管理总局正式发布《保险销售行为管理办法》，要求保险机构建立保险销售能力资质分级管理体系，对所属保险销售人员进行分级，并与保险产品分级管理制度相衔接。
- 据北京商报报道，中保协已起草《个人保险代理人销售能力资质等级标准（人身保险方向）（讨论稿）》，目前处于征求意见建议阶段，拟将代理人分为四级，级别鉴定主要分为理论知识考试、技能考核以及综合评审，此前北京等部分地区已经开始推动销售分级制度建设。
- 我们认为，销售分级制度可能在短期导致部分代理人脱落，加速人力规模的触底，但从长期看有利于提高代理人素质和推动行业良性发展。

表：中保协保险代理人分级制度初步情况

分级	可销售产品	鉴定方式
一级（特级）	全部保险产品+非保险金融产品（须符合相关非保险金融产品销售资质要求）	考试与综合评审相结合
二级（高级）	全部保险产品	
三级（中级）	中等及以下复杂度的保险产品	以考试为主
四级（初级）	低复杂度保险产品	

1.2.1 2024年开门红预收已暂停，不影响实际业务增长



- 我们预计，从各公司规划节奏上看，国寿、平安2024年开门红启动较早。10月18日监管下发《关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》，要求保险公司不得大幅提前收取保费，受政策影响开门红预收已经基本暂停。我们预计，已经预约生效的不受影响（如国寿），其他公司预计都将暂停，推迟至12月。
- 我们认为，预收主要影响业务节奏，但实际业务总量不变。目前各险企开门红仍以预定利率3.0%的传统险和2.5%的分红险为主，在银行存款利率下调背景下对客户仍有相对吸引力，叠加上年基数不高，仍可以乐观看待2024年开门红。

表：上市公司2024年开门红产品情况

	中国人寿	中国平安	友邦人寿	新华保险
	“鑫耀龙腾”两全保险	“御享财富3.0”年金保险	“稳赢人生”年金保险	“惠鑫享”年金保险
投保年龄	28日-72岁	28日-75岁	7日-55岁	30日-72岁
交费期限	趸交/3年/5年	3年/5年	趸交/3年/6年/10年/15年	趸交/3年/5年
保障期限	8年/10年	8年	至被保险人满65岁	8年/10年
生存金/年金	第5年-保障期限前的年度领取 趸交：年交保费20% 3年交：年交保费60% 5年交：年交保费100%	第5年-保障期限前的年度领取 3年交：年交保费60% 5年交：年交保费100%	第5年-保障期限前的月度领取 基本保额*1%	第5年领取 趸交：年缴保费20%；3年交：年缴保费60%；5年交：年缴保费100% 第6年-保障期限前的月度领取 8年期：基本保额30%；10年期：基本保额50%
公共交通工具意外全残保险金	/	/	趸交：趸交保险费*10% 3/6/10/15年交：（累计应付已付各期保险费对应的月数/12*按年付方式计算的保险合同年保险费）*10%	/
满期金	给付200%基本保额	基本保额	趸交：趸交保险费*112% 3年交：满期时累计已付各期年保险费的119% 6年交：满期时累计已付各期年保险费的110% 10年交：满期时累计已付各期年保险费的106% 15年交：满期时累计已付各期年保险费的104% Max（现金价值，未领取部分）	基本保额
身故金	18岁前身故：Max（已交保费，现金价值） 18岁后身故：已交保费的1.2（60周岁后）\1.4（41周岁-60周岁）\1.6（41周岁前）倍	Max（已交保费，现金价值）	未领取部分的计算方式：1）趸交的，本项金额=趸交保险费-累计已领取的月度年金；2）3/6/10/15年交的，本项金额=累计应付已付各期保险费对应的月数/12*按年付方式计算的保险合同年保险费-累计已领取的月度年金	Max（已交保费，现金价值）
万能账户	传家宝/鑫尊宝C款（传家宝当前结算利率4%、鑫尊宝当前结算利率3.5%，最低保证利率2%）	聚财宝2021（当前结算利率4.3%，最低保证利率1.75%）	/	金利瑞享（当前结算利率4.05%，最低保证利率2%）

1.2.2 报行合一：银保渠道续签落地，个险迎重大调整

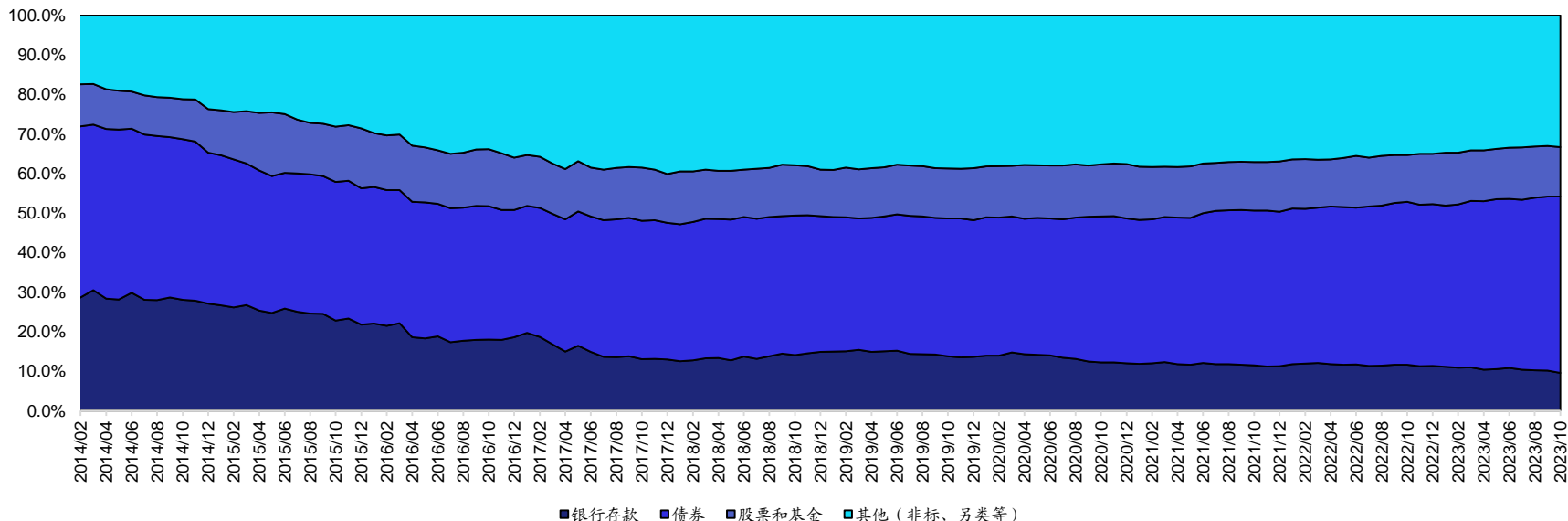
- 报行合一下银保渠道协议续签已经逐步落地。
- 8月22日，金监总局下发《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，要求银保渠道严格执行“报行合一”政策。9月19日，有媒体报道部分险企已经暂时关闭银保业务销售渠道，需待合作协议重签后重新开放。
- 10月20日，金监总局2023年三季度新闻发布会披露，绝大多数开展银保业务的银行已与保险公司按照“报行合一”的要求重新签约，初步估算银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降了约30%左右。

- 报行合一或导致个险渠道管理面临重大调整。
- 我们认为，严格“报行合一”之下，保险公司渠道销售费用调整可能影响到个险基本法修订，接下来各家公司预计都需做出改变，以适应新的监管要求。
- 我们预计，如果个险渠道费用激励力度下降，是否会影响代理人留存、高素质人员招募及保费增长，仍然需要进一步观察政策的具体实施情况。

1.2.3 投资端面临“资产荒”困境

- 债券低利率+权益高波动+非标低供给，险企投资端面临资产荒压力。
- 截至2023年10月，保险资金运用余额累计达27.05万亿元。债券/股票/其他（非标等）分别占比44.6%/12.5%/33.4%，较年初+3.6pct、-0.2pct、-1.7pct。
- 我们认为当前险企投资端主要面临资产荒问题：1）债券仍是最核心配置方向，但是当前利率整体仍维持在较低位置，新增及再配置固收资产收益率承压；2）国内股市波动大、当前回报不确定性高，以及I9准则下对净利润影响加剧，险企短期内显著加仓权益的概率不大。3）非标资产供给持续缩量，符合险企要求的项目不足，配置难度较大。

图：保险资金运用资产配置结构



1.2.4 2024年NBV面临基数压力，利润增长空间更大

- 我们预计，从2024年业绩展望方面看，目前较大的干扰因素在于监管政策的影响，“报行合一”政策持续推进对于险企销售渠道管理可能产生较大影响，因此不排除对2024年的业务开展产生一定压力。
- 若仅从业务自然发展趋势来看，2024年NBV和净利润面临基数分化的情况，NBV面临显著压力，而净利润则有可能有较好表现。
- 目前市场储蓄需求依然旺盛，短期需求透支状态预计在2024年将逐步恢复，而银行存款利率仍在下调中，保险产品仍有相对吸引力。虽然业务增长基础仍在，但是2023年的超预期增长带来了高基数压力，预计2024年新单保费和NBV增速将明显放缓。
- 与NBV表现相反的，2023年大部分险企净利润表现明显承压，主要源自于权益市场的走弱，目前股市已经经历了显著调整，伴随宏观经济的回暖和市场信心的修复有可能回归正常水平。在2023年净利润低基数的基础上，2024年净利润增长的压力相对较小。

1.2.5 产品创新的重要性提高，但价值新支柱尚未建立

- 随着竞争加剧、信息传播速度加快、客户认知提升，虽然销售渠道仍然重要，但产品设计的重要性将持续提升。
- 从美国保险产品的发展经验来看，经历了从“保险保障”到“储蓄投资”再到“健康管理”的全过程。
- 未来寿险行业长期增长靠什么？
- 我们预计，未来国内产品将加大“带有一定保障功能的储蓄类产品”的开发力度，如近期的增额终身寿险。并提高长期医疗险、护理险等产品重视程度。

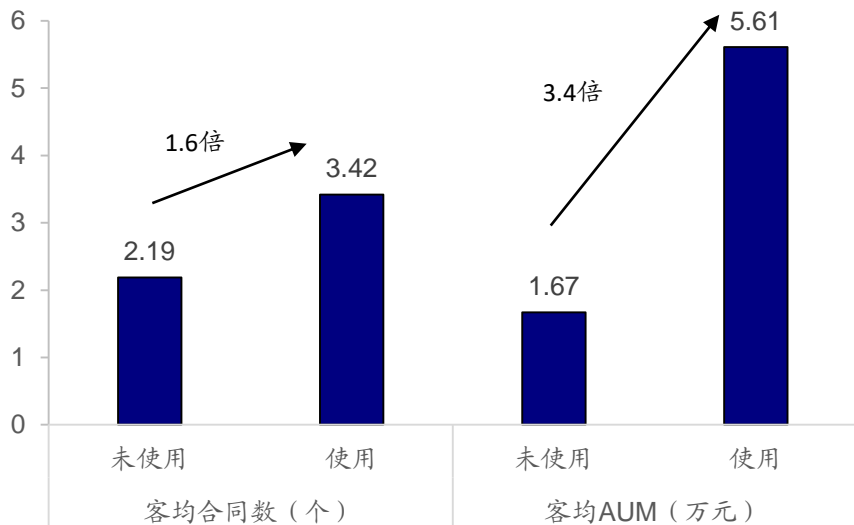
图：美国人寿保险主要险种变迁



1.2.6 发力健康管理，带动寿险获客及黏客

- 目前部分保险公司已通过打通保险、体检、康复、养老、药品、医院等产业链条，建立“健康管理+医疗服务+保险”的一站式健康生态系统。
- 中国平安医疗养老生态圈实现全国百强医院、三甲医院全覆盖，拥有4万+医生、10万+健康管理机构和20万+合作药店，可提供69项具体服务，涵盖医疗健康全阶段。2023年前三季度使用医养生态圈的用户客均合同和客均AUM分别是不使用用户的1.6倍和3.4倍。
- 中国太保2023年上半年发布了“352”大健康施工蓝图，围绕保险支付、服务赋能和生态建设三大能力圈层，形成覆盖未病、已病、康复、养老的全场景健康养老服务体系，为客户提供全生命周期的高品质、一体化的服务。

图：中国平安医养生态赋能主业获客和价值提升



图：中国太保“保险保障+健康管理”布局



1.2.7 寿险改革持续推进，队伍转型不断深化

- 中国人寿推出个险营销体系改革方案“种子计划”，布局新型营销队伍发展，提出“金融保险规划师”的专业化销售定位，推动架构从多层次向扁平化转变。
- 通过“强体工程”升级存量队伍，在众鑫计划、队伍4.0、星级工程等举措带动下，中高产能代理人占比提升2.4pct；升级培训赋能，创新新人育成，新人人均标准保费提升39%，月均一年内新人留存率提升7pct。公司计划到2025年实现个险新单产能较2022年增长30%。

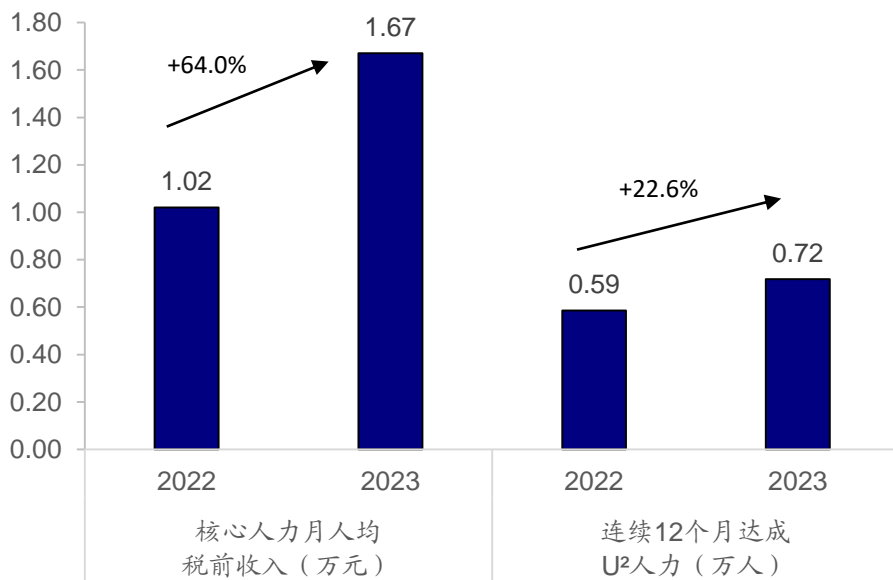
图：中国人寿个险营销体系改革内容



1.2.7 寿险改革持续推进，队伍转型不断深化

- 2021年初太保寿险推出五年“长航行动”计划，一期工程自2022年起开始全面落地推广，于2023年6月末正式收官，从多项经营指标数据表现来看，转型成效已初步显现。
- 长航二期将通过全面升级内勤管理模式，打造赋能型总部和经营型机构，以适配外勤职业化、专业化、数字化转型，进一步夯实长航深化转型一期工程成果，实现从“模式转型”到“模式成型”。

图：中国太保长航行动推动队伍质态向好



图：中国太保长航行动二期组织变革蓝图



1.2.8 加快布局保险+养老服务，构建未来新增长空间

- 目前各险企积极布局保险+养老服务建设，培育未来新的增长方向。
- 养老社区：中国人寿采用“一主多辅”养老发展模式，以城心为重点，集中资源优先满足客户刚需，并通过多种模式供给满足客户多层次养老需求。目前中国人寿养老项目已覆盖13个城市，计划到十四五末覆盖约30城。
- 居家养老：中国平安推出“平安管家·一站式居家养老服务”，于2022年1月上线，截至2023年9月末，居家养老服务已覆盖全国54个城市，累计超7万人获得居家养老服务资格，54个城市中超50%投保人已激活居家服务权益。

表：中国人寿养老项目布局

养老业态	目前启动项目 (覆盖13个城市)
城心养老公寓	杭州人寿大厦、青岛长者公寓、深圳报春大厦、昆明嘉丝特项目
城郊养老社区	苏州雅境、天津乐境、成都锦塘、厦门乐境
旅居康养公寓	三亚逸境、北戴河项目
社区养老	深圳4个普惠性社区项目
居家养老	北京、上海、杭州、广州、成都

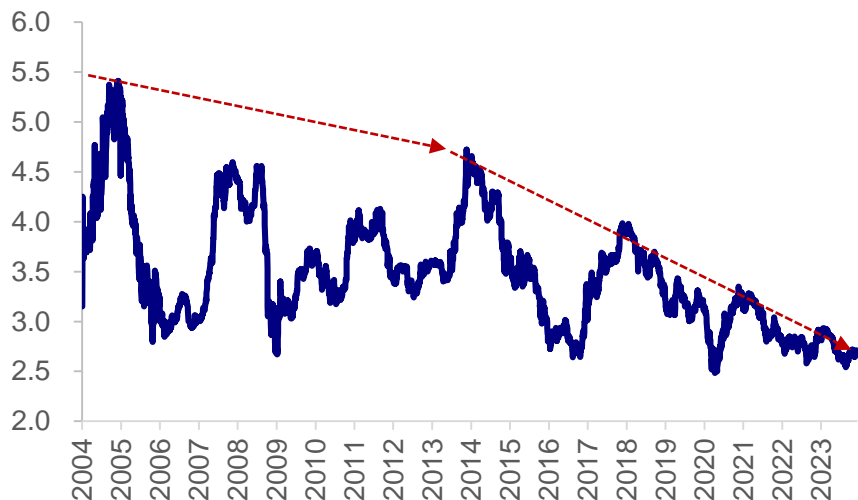
图：中国平安“金融+医疗养老”服务内容



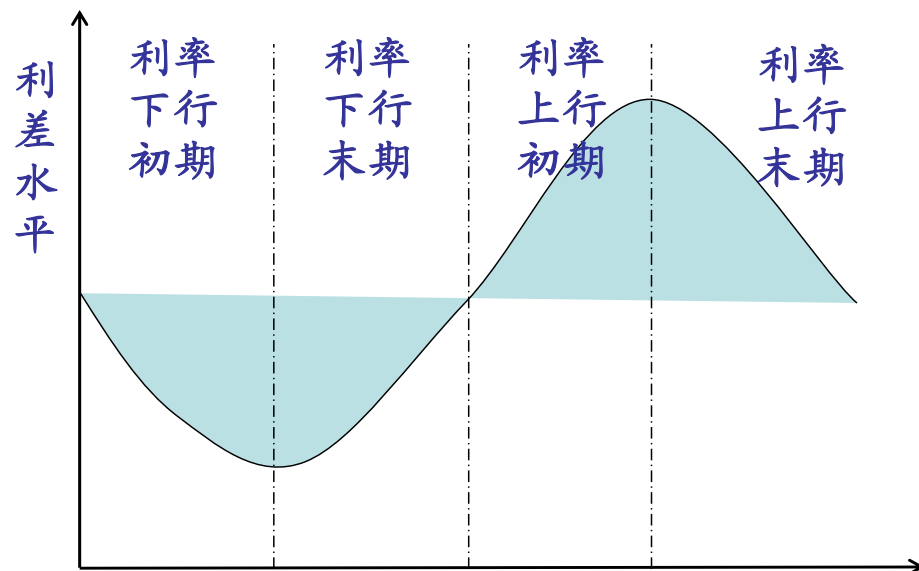
1.3.1 保险行业面临长期利率下行风险

- 保险行业面临长期利率下行的风险，引发市场对利差损的担忧。
- 近年来伴随中国经济增速换挡，以及后疫情时代弱复苏、宽政策环境的影响，国内长端利率水平呈现波动下行趋势，截至2023年12月8日已将降至2.7%以下。我们预计伴随经济潜在增速的回落，未来利率中枢进一步下行是大概率事件。
- 固收类资产是险企资产配置的基本盘，利率下行将会导致新增和再配置的固收类资产未来长期收益水平下降，挤压利差空间。近年来保险公司净投资收益率已经呈现显著的下降趋势，从而引发市场对险企利差损的担忧。

图：中国10年期国债到期收益率中枢下行 (%)



图：利率波动周期对险企利差水平的影响



1.3.1 NBV对投资收益率敏感性大幅提高

- 自2021年以来，上市险企NBV对投资收益率敏感性明显提高，我们认为主要是由于储蓄类业务对新单保费增长贡献提升，NBV中利差部分占比提高。根据2023年中报数据，国寿、平安、太保、新华在投资回报率下调50bps的情景下，NBV降幅分别为-27.7%、-14.1%（投资回报率和风险贴现率同时下调）、-29.0%、-65.9%。

表：2021年以来保险公司NBV对投资收益率敏感性明显提升

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
中国人寿	-6.5%	-6.6%	-6.3%	-7.1%	-9.1%	-17.1%	-14.2%	-15.1%	-16.3%	-16.9%	-18.8%	-23.6%	-27.7%
中国平安	-6.2%	-6.5%	-6.5%	-9.8%	-11.1%	-9.5%	-9.7%	-9.3%	-10.3%	-8.6%	-10.4%	-11.9%	-14.1%
中国太保	-11.7%	-10.6%	-10.4%	-11.1%	-12.6%	-14.1%	-11.4%	-13.0%	-13.6%	-12.0%	-22.6%	-15.2%	-29.0%
新华保险	-17.1%	-16.4%	-16.5%	-22.5%	-24.9%	-15.6%	-13.5%	-11.4%	-14.0%	-18.2%	-24.8%	-48.5%	-65.9%

资料来源：上市险企历年财报，HTI

注：上图为各险企投资收益率假设下调50bps后NBV降幅情况，其中中国平安2020年及之后为投资回报率和风险贴现率同时-50bps；由于中国人寿、中国太保2015年及之前分别仅披露-100bps、-25bps，我们采取简单线性方式进行调整。

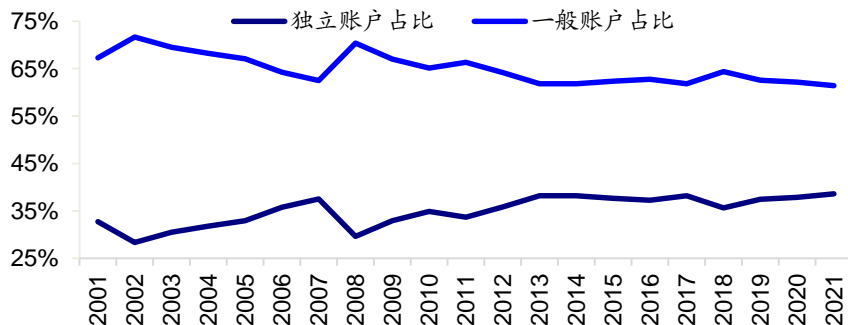
1.3.2 海外经验：降低负债成本，合理调整业务结构

- 面对低利率环境，海外发达保险市场均采取措施控制负债成本。
- 日本：上世纪末日本泡沫经济后至今，金融厅多次下调预定利率水平。并且，日本寿险业的业务重心从储蓄理财型产品转向纯保障型产品，第三领域保险产品（健康保险/医疗保险）快速发展，死差益占比显著扩大。
- 美国：在21世纪初利率快速下降的阶段，美国寿险行业积极开发创新型寿险产品，增加非保本型负债占比，负债结构中独立账户（变额年金、万能险等）的占比由2002年的28%快速提高至2007年的38%。

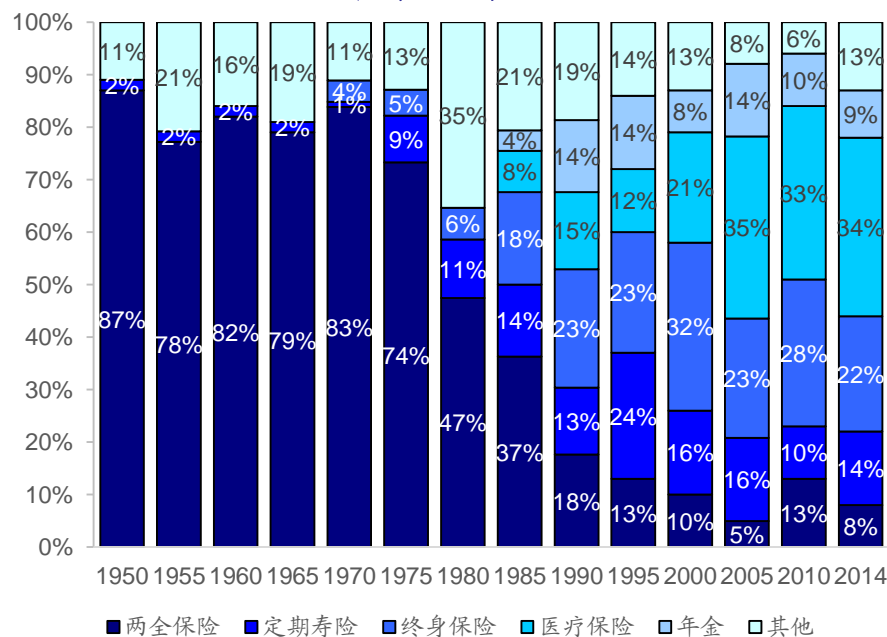
图：日本多次下调保单预定利率

年份	平均预定利率
1946年-1951年	3.00%
1952年-1975年	4.00%
1976年-1992年	5.00%-6.25%
1993年	4.75%
1994年-1995年	3.75%
1996年-1998年	2.75%
1999年-2000年	2.00%
2001年-2012年	1.50%
2013年至今	1.00% (预计)

图：美国寿险业一般账户和独立账户占比



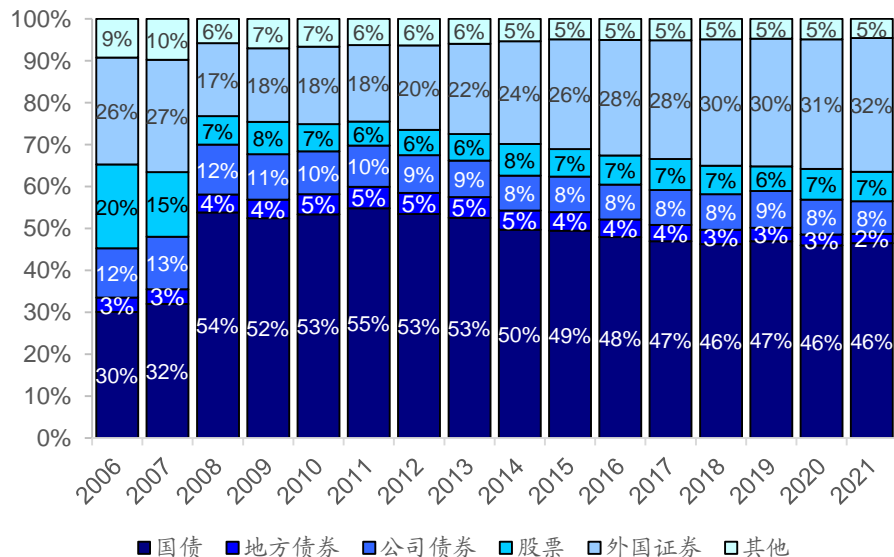
图：日本寿险业产品结构



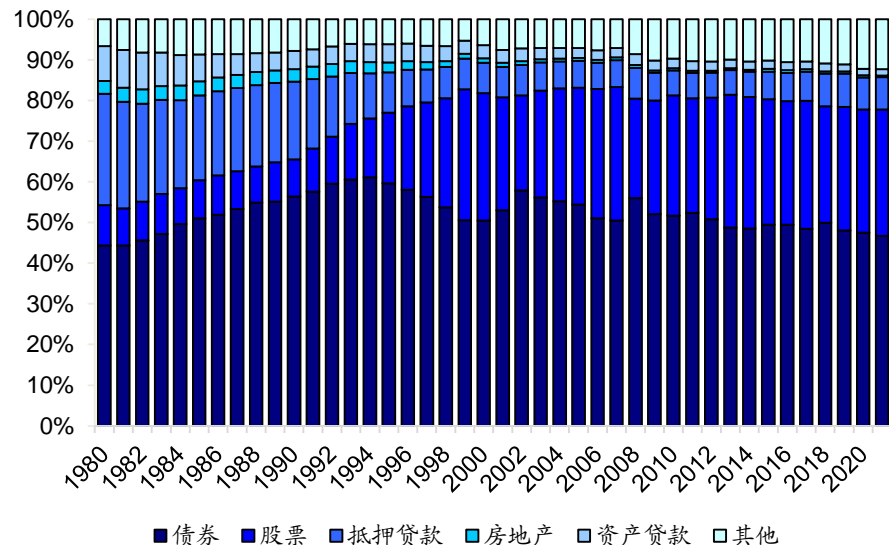
1.3.2 海外经验：调整资产配置策略，增配海外资产与权益资产

- 在资产配置方面，通过增配海外资产与权益资产对抗低利率。
- 日本：随着日本寿险公司不良贷款增多和房地产泡沫破灭，保险公司的资金运作从贷款转向有价证券。日本寿险公司配置的有价证券占比逐年上升，从1990年的42%上升到2021年的83%。有价证券中，外国债券占比不断提升，2021年已经达到32%。
- 美国：减配受利率影响的资产，提升权益仓位。美国寿险业债券配置总规模占比经历了从40%增至60%、再降至47%的过程，而配置股票的规模占比由1980年的10%显著增至2021年的31%。

图：日本保险业有价证券的配置分布



图：美国寿险业投资组合结构占比

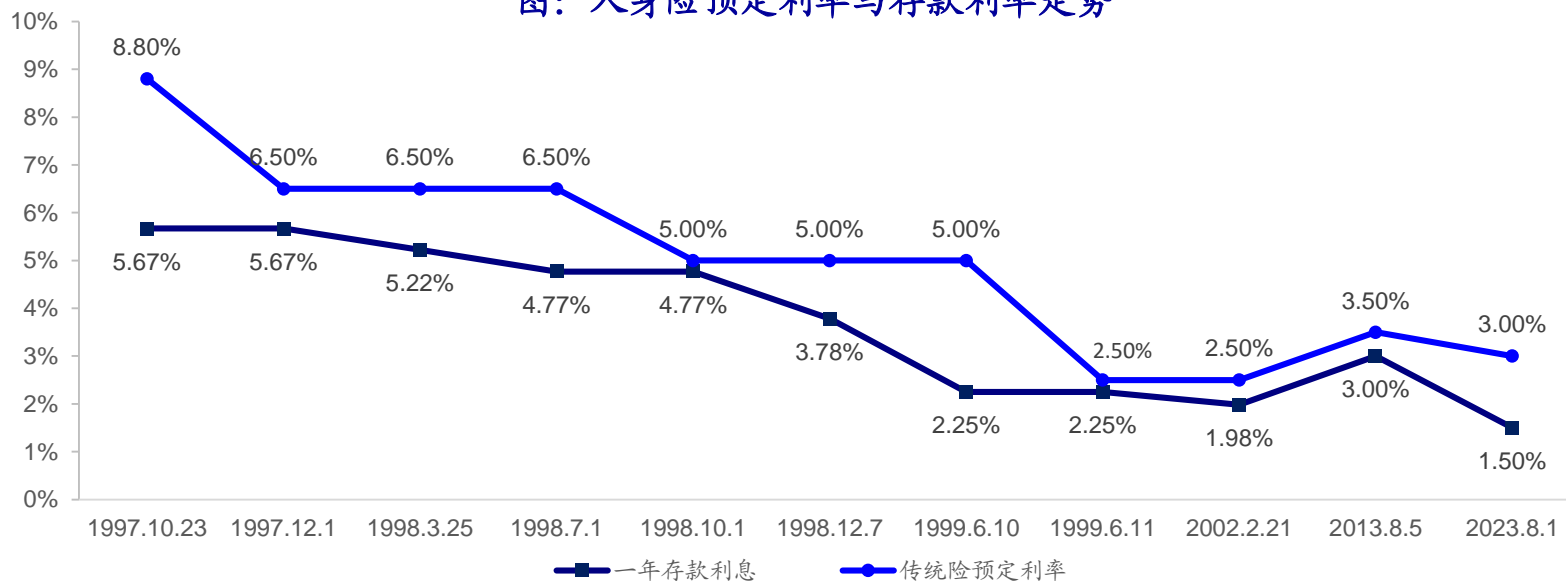


资料来源：ACLI、LIAJ，HTI

1.3.3 负债端：预定利率下调有助于缓解利差损压力

- 从历史上看，通过下调预定利率防范利差损风险是监管的常用手段。
- 1996-1999年，由于利率下降，险企利差损严重，1999年6月原保监会将寿险保单的预定利率调整为不超过年复利2.5%，保险业进入预定利率管制期。
- 2016年万能险评估利率上限从3.5%调整至3.0%，2019年普通型养老/长期年金责任准备金评估利率上限由4.025%下调至3.5%。
- 2023年人身险产品预定利率全面调整，保险公司已于7月31日前下架定价利率大于3.0%的传统险、预定利率2.5%的分红险和最低保证利率2%的万能险产品，负债成本的下降将有助于缓解利差损压力。

图：人身险预定利率与存款利率走势



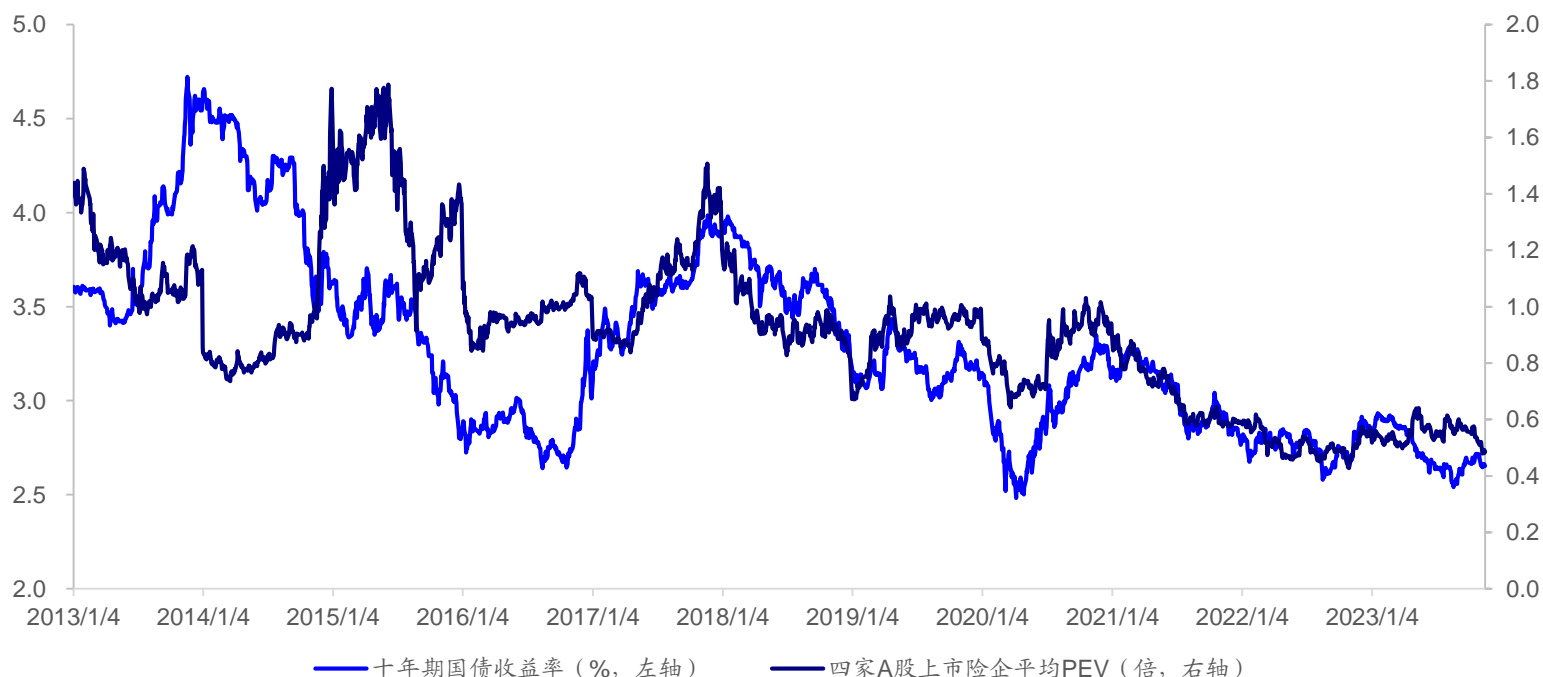
1.3.4 资产端：缩短久期缺口，关注长久期债券、低估值股票等

- 缩短久期缺口，防范再投资风险。
 - 国内长久期资产相对海外匮乏，资产负债久期错配使得险企面临的再投资风险上升。因此险企必须加强资产负债管理，制定投资策略需与负债端账户特点匹配，资产端也要介入产品定价和开发，以实现资产负债久期缺口不断收窄。
- 资产配置上建议关注长久期债券与低估值股票。
 - 我们认为，长久期利率债一方面可以作为险企长期收益的基石，另一方面也是久期匹配的理想资产。当前国内政府专项债发行规模仍大，是可以关注的合适资产。
 - 我们认为，险资应把握低估值周期，关注A股、H股高股息资产。特别是H股金融股仍是优质品种。这类标的的共性包括：一是估值较低，盈利有一定确定性，尤其是龙头公司；二是分红比例高，股息率优于债券；三是盈利能力较强，资产回报率与市净率匹配度高，适合作为股权投资长期持有。

1.3.5 近年来保险指数与长端利率走势相关性加强

- 自2017年以来，保险股指数与长端利率走势的相关性不断加强，我们预计，主要是由于利率走低背景下，市场对于长端利率边际变化的敏感性有所提升。
- 因此，我们认为对于利率走势过于悲观的判断，会反映在当前保险股估值之中，可能会导致板块估值与实际基本面的偏离。

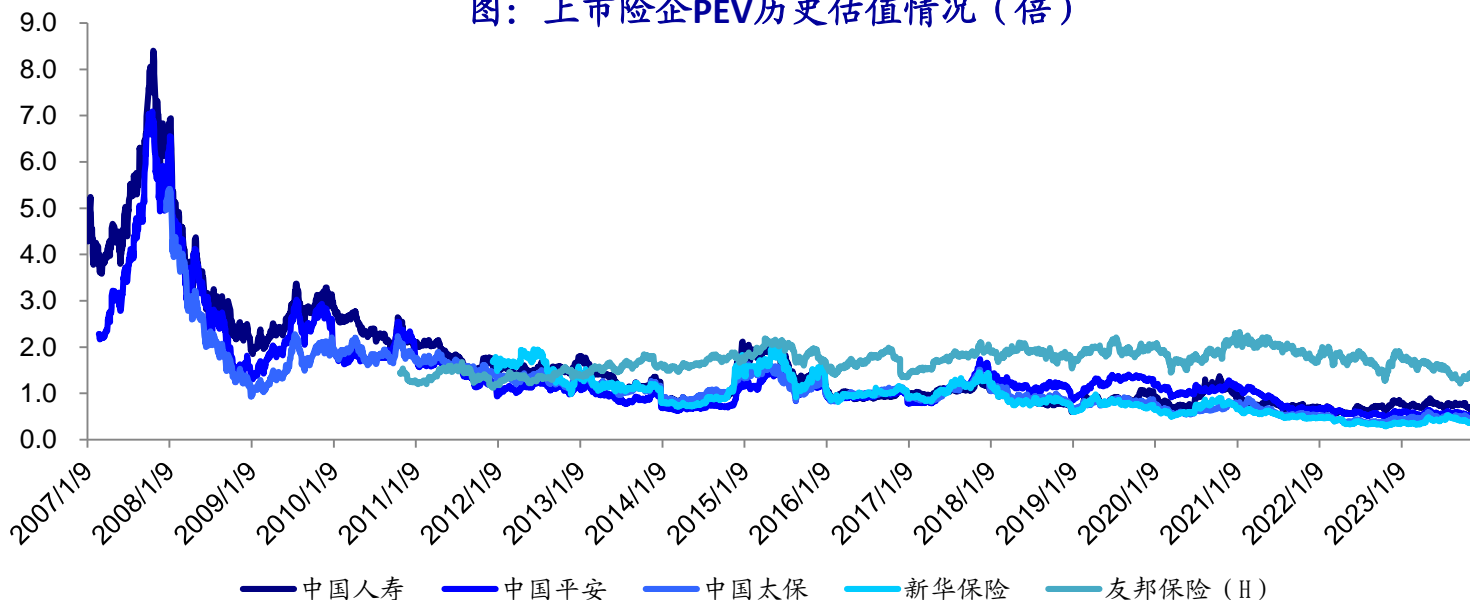
图：2017年以来长端利率与保险指数走势相关性加强



1.4 投资建议：资产端与负债端均有改善机会，持续看好

- 投资建议：资产端与负债端均有改善机会，安全边际较高，攻守兼备。
- 1) 2023年Q2以来上市险企NBV持续较快增长，我们认为市场储蓄需求依然旺盛，保险产品相对竞争力仍显著。2) 2023年12月十年期国债收益率已回落至2.66%左右，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。
- 2023年12月8日上市险企股价对应2023E P/EV仅为0.34-0.67倍，估值仍处于历史低位，建议继续关注行业相关投资会。重点公司中国人寿、中国太保、中国平安、新华保险等。

图：上市险企PEV历史估值情况（倍）



1.4 投资建议：资产端与负债端均有改善机会，持续看好

风险提示：1) 长端利率持续趋势性下行，2) 股市明显波动，3) 新单保费增长不达预期。

证券简称	价格	EV (元)				1YrVNB (元)			
A股	人民币元	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
中国平安-A	39.19	76.34	78.18	85.55	93.44	2.07	1.58	1.99	2.28
中国人寿-A	28.49	42.56	43.54	47.84	52.53	1.58	1.27	1.41	1.60
新华保险-A	30.16	82.97	81.93	88.77	96.74	1.92	0.78	0.90	0.99
中国太保-A	23.09	51.80	54.01	57.73	62.61	1.39	0.96	1.15	1.26
中国人保-A	4.92	6.25	6.41	7.34	8.45	0.09	0.08	0.13	0.14

证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A股	人民币元	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
中国平安-A	39.19	0.51	0.50	0.46	0.42	-17.92	-24.64	-23.28	-23.82
中国人寿-A	28.49	0.67	0.65	0.60	0.54	-8.88	-11.81	-13.77	-15.05
新华保险-A	30.16	0.36	0.37	0.34	0.31	-27.55	-66.65	-65.45	-66.98
中国太保-A	23.09	0.45	0.43	0.40	0.37	-20.59	-32.32	-30.12	-31.38
中国人保-A	4.92	0.79	0.77	0.67	0.58	-14.73	-17.74	-18.66	-24.57

证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A股	人民币元	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
中国平安-A	39.19	5.56	4.60	4.35	6.85	44.44	47.15	48.84	53.92
中国人寿-A	28.49	1.80	1.14	0.66	1.37	16.93	15.43	16.06	17.36
新华保险-A	30.16	4.79	3.15	2.56	4.11	34.78	32.98	35.37	40.61
中国太保-A	23.09	2.79	2.56	3.05	3.29	23.57	23.75	26.65	29.82
中国人保-A	4.92	0.49	0.55	0.67	0.78	4.96	5.01	5.65	6.39

证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A股	人民币元	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
中国平安-A	39.19	7.05	8.52	9.02	5.72	0.88	0.83	0.80	0.73
中国人寿-A	28.49	15.81	25.10	43.35	20.75	1.68	1.85	1.77	1.64
新华保险-A	30.16	6.29	9.58	11.80	7.34	0.87	0.91	0.85	0.74
中国太保-A	23.09	8.28	9.03	7.58	7.03	0.98	0.97	0.87	0.77
中国人保-A	4.92	10.06	8.92	7.39	6.29	0.99	0.98	0.87	0.77

概要

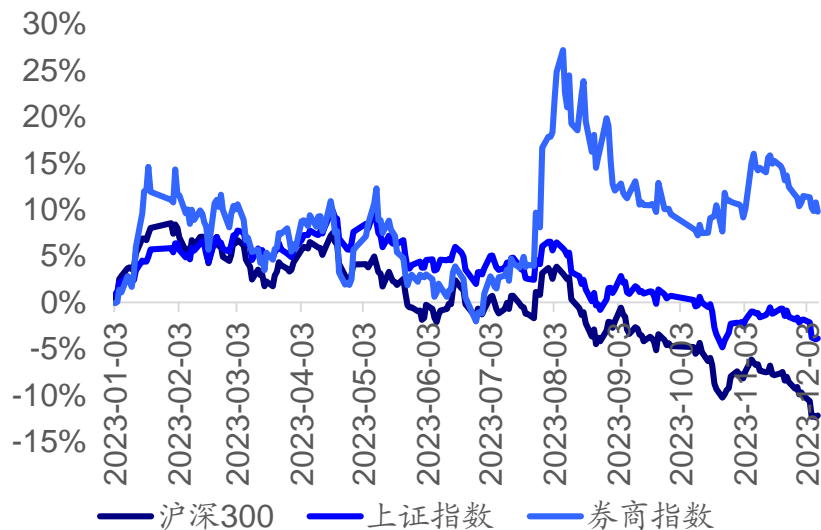
1. 保险：短期波动不改长期向好趋势
2. 券商：资本市场改革持续推进，ROE提升空间大
 - 2.1 2023年市场环境整体稳定
 - 2.2 活跃资本市场进入政策的实质性落地期
 - 2.3 提升ROE：合理加杠杆、提高轻资产业务占比、降低费用率
 - 2.4 估值低位，有望持续受益于资本市场改善

风险提示：资本市场大幅波动带来业绩和估值的双重压力。

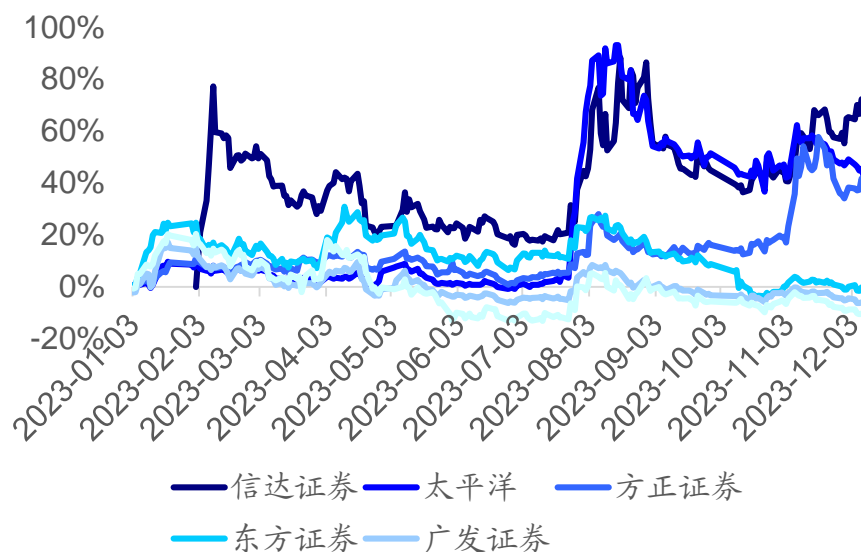
2.1 2023年以来券商股表现强于大市

- 截至2023年12月8日，2023年以来券商股累计上涨9.75%，大幅跑赢沪深300指数的-12.2%以及上证综指的-3.87%。
- 政策预期推动券商行情。7月24日，政治局会议提出要“活跃资本市场，提升投资者信心”后，积极的政策预期持续发酵，推动券商股价上行。其中信达证券、太平洋、方正证券等小型券商表现较好，2023年股价分别+71%、+43%、+39%，东方证券、广发证券表现相对较差。

图：2023年以来券商指数表现



图：小型券商股价表现相对较好



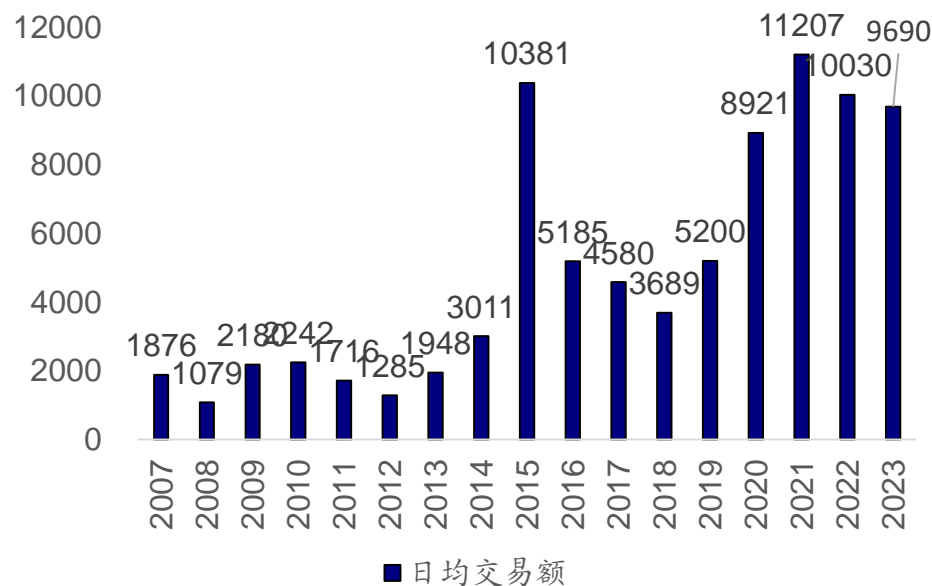
资料来源：WIND，HTI（截止至2023/12/8）

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

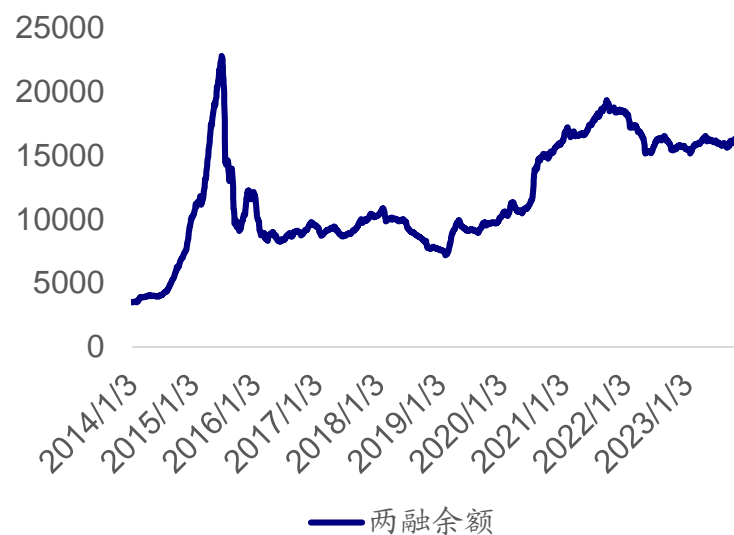
2.1.1 日均成交量下滑，两融余额小幅提升

- 2023年以来，日均成交量下滑，两融余额小幅提升。
- 截至2023年12月8日，日均成交量9690亿元，较2022年的10030亿元下滑-3.4%，较2022年前11月的10159下滑4.6%。
- 两融余额较2022年12月末的15404亿元上升8.5%至16707亿元，同比提升6.4%。

图：日均交易额较2022年全年小幅下滑（亿元）



图：2023年以来两融余额有所上升（亿元）



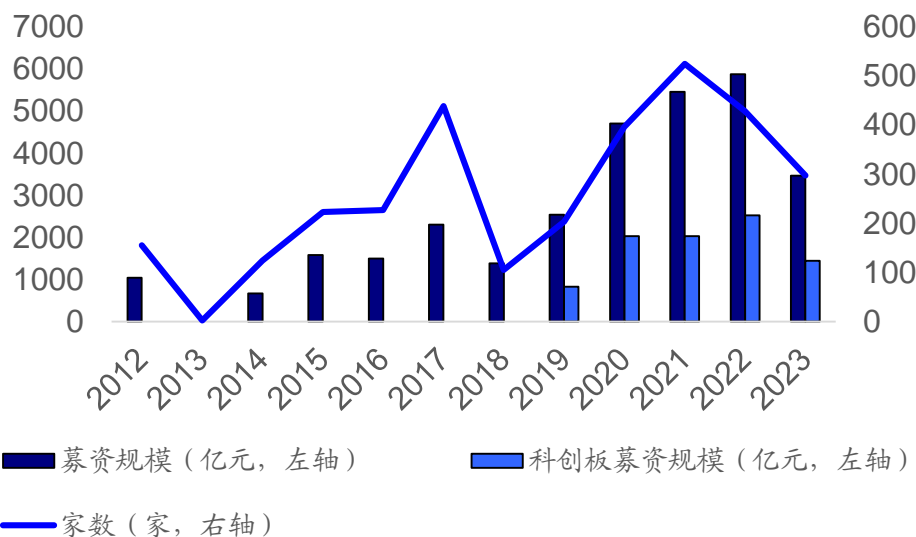
资料来源：WIND，HTI（截止至2023/12/8）

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

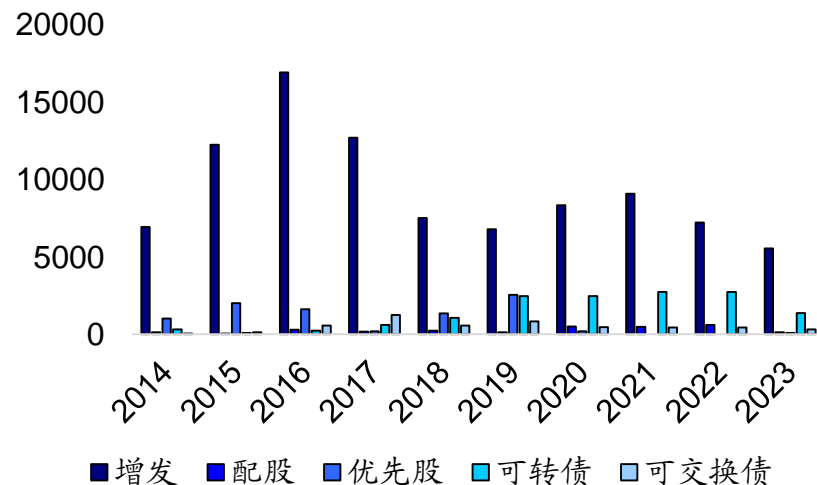
2.1.2 IPO数量及规模同比下降；再融资亦承压

- 2023年以来，IPO发行公司数量及募资规模同比均下降。
- 截至2023年12月8日，共发行297家IPO，较去年前11月下滑19%，募资规模达3462亿元，下滑36%；其中科创板发行67家，募资规模1439亿元。
- 各项再融资规模同比均下滑。
- 2023年以来，增发募集资金5560亿元，较去年前11月下滑9%；配股132亿元，下滑77%；可转债1370亿元，下滑45%。

图：2023年IPO募集数量及规模同比均下滑



图：2023年以来再融资规模同比下滑（亿元）

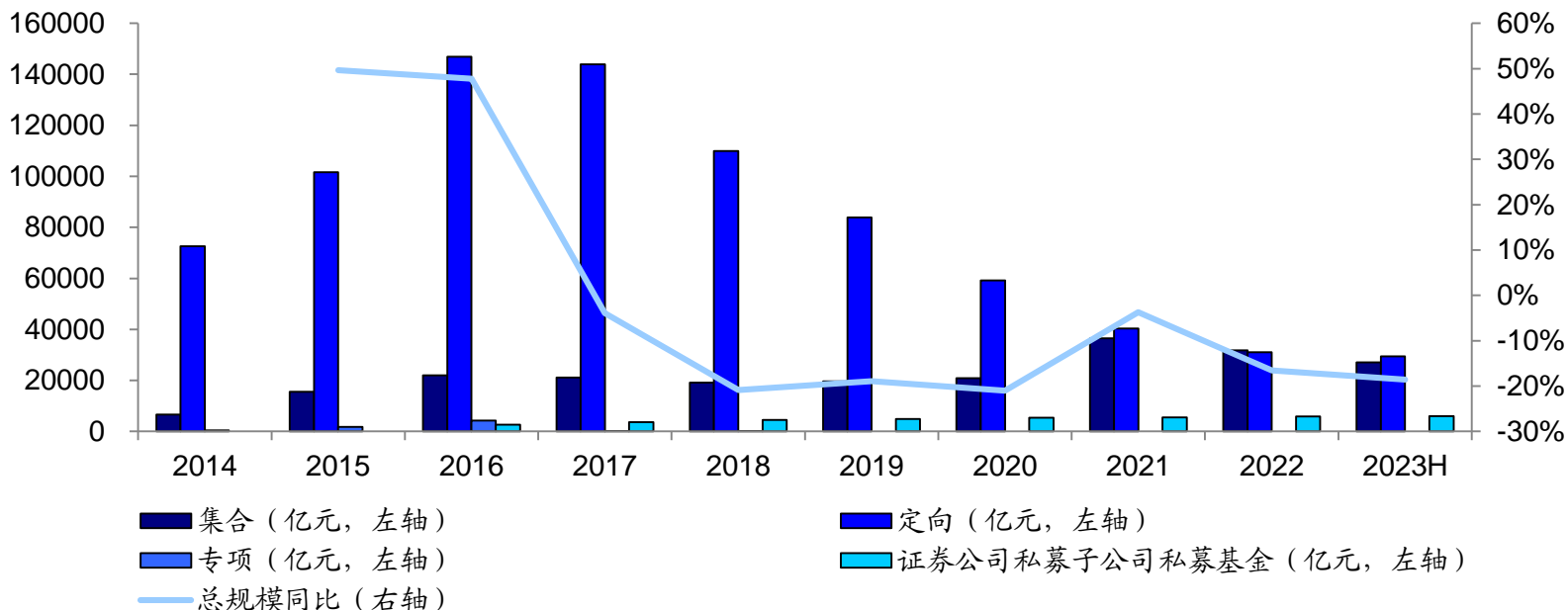


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.1.3 资管转型趋势显现

- 资管新规以来，通道类资管规模持续下滑。集合资管规模占比持续提升，主动管理转型趋势明显，随着资管新规过渡期结束，我们预计券商资管规模有望企稳，业务结构有望优化。
- 截止2023年二季度末券商资管规模6.3万亿元，较22年末下滑9%。其中，集合类资管规模2.7万亿元，较2022年末下滑15%。

图：券商资产管理业务规模



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.1.4 权益市场边际回暖，公募发行仍处低位

➤ 权益市场边际回暖，低基数下预计券商自营业务同比大幅改善。

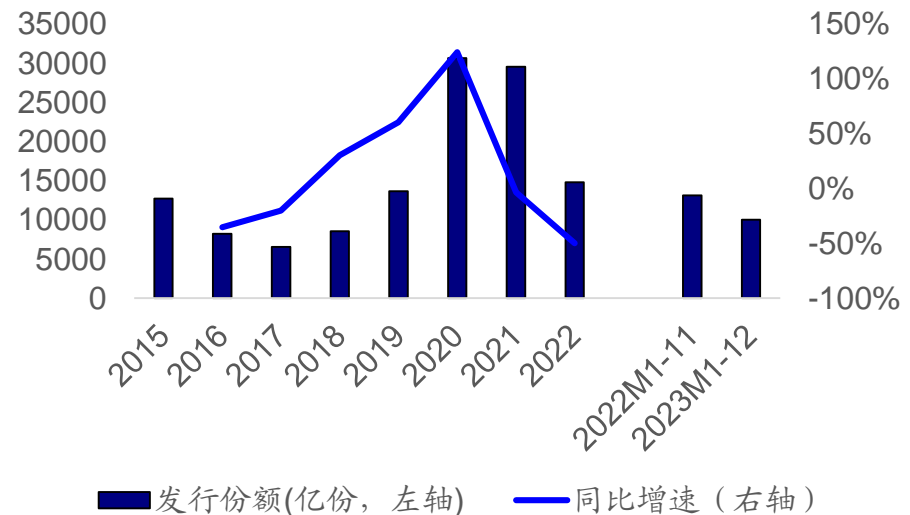
■ 截止至2023年12月8日，2023年以来沪深300指数下跌12.2%，万得全A下跌5.0%；去年前11月沪深300下跌22.0%，万得全A下跌16.9%。

■ 公募基金发行仍处于低位。2023年以来，市场波动较大，公募基金发行遇冷。截止2023年12月8日，发行份额10004亿份，较去年前11月下划24%。

表：主要股、债指数涨跌幅

日期	沪深300指数	创业板指	上证综指	万得全A	中债总全价指数
2022年	-21.63%	-29.37%	-15.13%	-18.66%	0.19%
2022年1-11月	-22.01%	-29.41%	-13.42%	-16.90%	-0.18%
2023年1-12月	-12.20%	-19.37%	-3.87%	-4.97%	0.74%

图：公募基金发行份额



资料来源：WIND，HTI（截止至2023/12/8）

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.2 活跃资本市场进入政策的实质性落地其

- 7月24日，中央政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，8月18日证监会有关负责人就贯彻落实情况接受媒体采访，确定活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策措施。制度建设包括投资端、融资端和交易端，涉及市场包括A股、港股、债券、衍生品市场等，涵盖较多中长期制度改革，从加快投资端改革、提高上市公司投资吸引力、优化完善交易机制、激发市场机构活力、统筹提升股市活跃度、加强跨部委协同等多方面综合施策。
- 证监会、财政部、沪深北交易所等单位不断推出投资端改革等系列举措推动中长期机构资金入市，现已进入政策的实质性落地期。

表：政治局会议后资本市场改革举措

日期	单位	内容
2023/07/24	中央政治局会议	提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”
2023/07/28	北交所	召开公募基金座谈会，表示将以投资端建设为主线，多措并举提升交投活跃度
2023/07/28	中金所	发布2023年中长期资金风险管理计划(简称“长风计划”)，助力中长期资金入市
2023/08/10	沪深交易所	降低股票最小交易单位，引入ETF盘后固定价交易制度，优化交易监管
2023/08/10	沪深交易所	将非宽基股票指数产品开发所常的指数发布时间由6个月缩短为3个月
2023/08/18	证监会	确定了活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策措施
2023/08/18	沪深北交易所	沪深交易所已宣布将A股、B股证券交易经手费从0.00487%双向收取下调为0.00341%双向收取；北交所由0.025%双边收取下调至0.0125%双边收取。同时，将引导证券公司依法同步降低经纪业务佣金费率。
2023/08/27	财政部，税务总局	自8月28日起，证券交易印花税实施减半征收
2023/08/27	证监会	统筹一二级市场平衡，优化IPO、再融资监管安排
2023/08/27	证监会	进一步规范股份减持行为
2023/08/27	沪深北交易所	将融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%，9月8日收市后实施
2023/09/01	证监会	指导证券交易所出台加强程序化交易监管系列举措，发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》
2023/10/14	证监会	加强融券业务逆周期调节，上调融券保证金比例，取消战略配售专项资管计划出借券
2023/10/31	中共中央	中央金融工作会议强调推动股票发行注册制走深走实；打造现代金融机构，培育一流投资银行和投资机构，为实体企业提供更多投融资渠道，构建和完善现代市场体系等
2023/11/03	证监会	就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见

资料来源：证监会、上交所、深交所、北交所、中金所、税务总局、中国政府网、HTI

2.2.1 活跃资本市场进入政策的实质性落地

➤ 交易端：降低交易成本，规范交易行为

- 证券交易印花税实施减半征收。财政部、税务总局公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。
- 降低融资保证金比例，上调融券保证金比例。上交所、深交所、北交所修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。此外为加强融券业务逆周期调节，上调融券保证金比例，取消战略配售专项资管计划出借券。截至2023年11月17日，两融余额为1.67亿元，保证金比例维持较高水平，适度放宽融资保证金比例，有利于促进融资融券业务功能发挥，盘活存量资金。
- 沪深北三交易所出台加强程序化交易监管系列举措。三交易所要求证券公司加强自身及其客户程序化交易行为管理，规定证券交易所对包括可能影响证券交易价格、证券交易量或者交易所系统安全的异常交易行为等重点事项加强监测监控，明确证券交易所可对高频交易提出差异化管理要求。

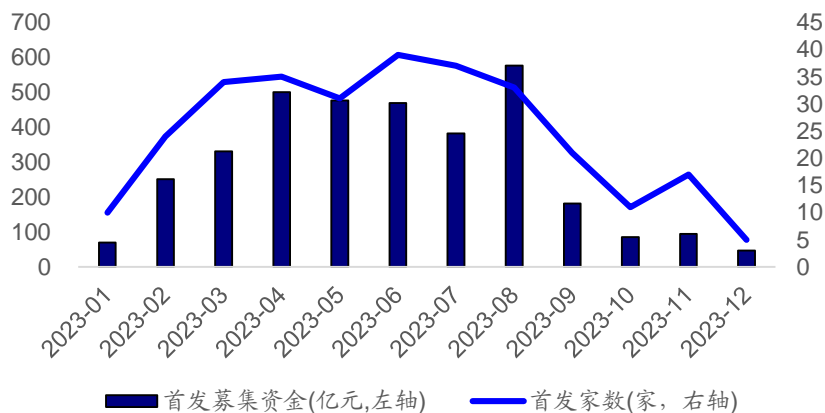
资料来源：证监会、上交所、深交所、北交所、税务总局、HTI

2.2.2 活跃资本市场进入政策的实质性落地:

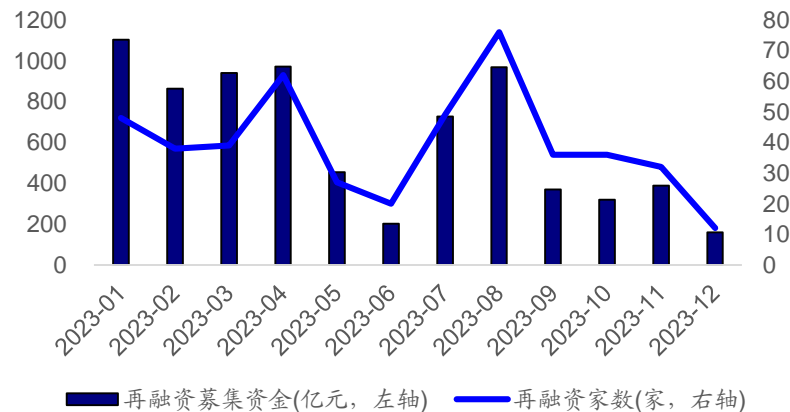
➤ 融资端：IPO、再融资阶段性收紧

- 证监会为完善一二级市场逆周期调节机制，围绕合理把握IPO、再融资节奏：
①根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏。②对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机。③突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营持续亏损等情形的上市公司再融资，适当限制融资间隔、融资规模。④引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。⑤严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资。⑥房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
- 11月市场IPO17家，募集资金94亿元，再融资32家，募集资金389亿元，9月-11月相比2023年过往月份有所下滑。

图：2023年来各月IPO规模及数量



图：2023年来各月再融资规模及数量

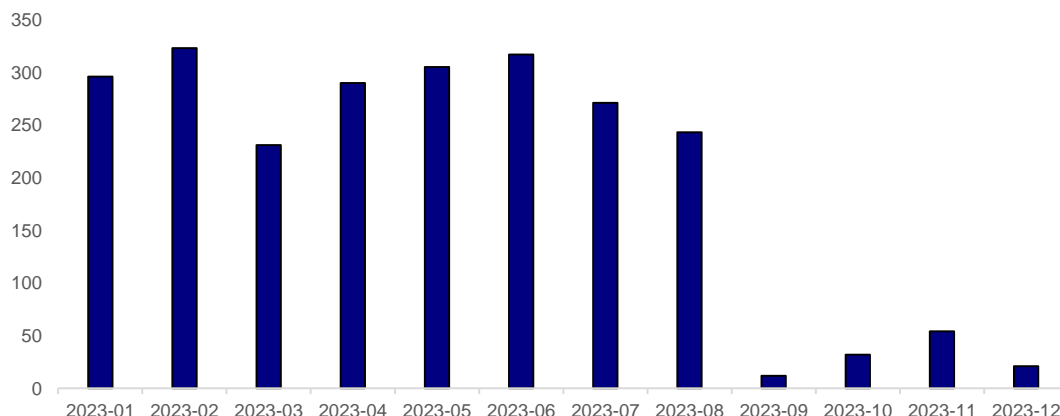


2.2.3 活跃资本市场进入政策的实质性落地

上市公司质量：规范股东减持行为，提升上市公司质量

- 证监会规定，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。同时，从严控制其他上市公司股东减持总量，引导其根据市场形势合理安排减持节奏；鼓励控股股东、实际控制人及其他股东承诺不减持股份或者延长股份锁定期。
- 2023年9月-11月每月公告股东拟减持公司分别为12家、32家、54家，过往月份都超过200家，规范效果明显。我们认为规范减持行为有利于稳定市场预期，保护投资者权益，促进上市公司提高质量。同时，从长远来看也将改善股市的投资生态，增加高质量公司供给，培养价值投资理念。

图：2023年来各月A股公告股东拟减持公司数（家）



资料来源：wind、HTI。数据截至2023/12/8

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

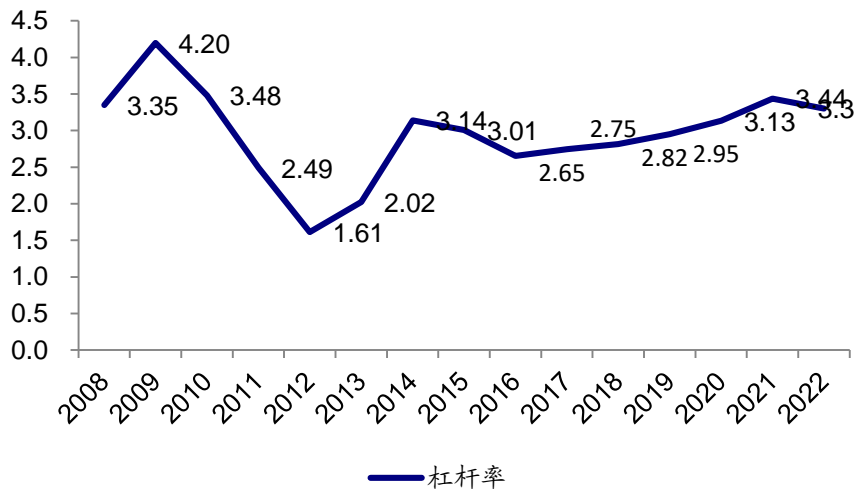
2.2.4 活跃资本市场进入政策的实质性落地

- 证监会表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行。
- 证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见。此次调整有望提升券商资本使用效率，一定程度上减缓券商资本压力。我们认为适当放宽资本约束有利于券商提升杠杆率及ROE水平，利好头部优质券商。
- 促进功能发挥，突出服务实体经济主责主业，对证券公司开展做市、资产管理、参与公募REITs等业务的风险控制指标计算标准予以优化。
- 强化分类监管，拓展优质证券公司资本空间。适当调整连续三年分类评价居前的券商的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，推动试点内部模型法等风险计量高级方法。
- 突出风险管理，切实提升风控指标的有效性。根据业务风险特征和期限匹配性，细化不同期限资产的所需稳定资金。对场外衍生品等适当提高计量标准。

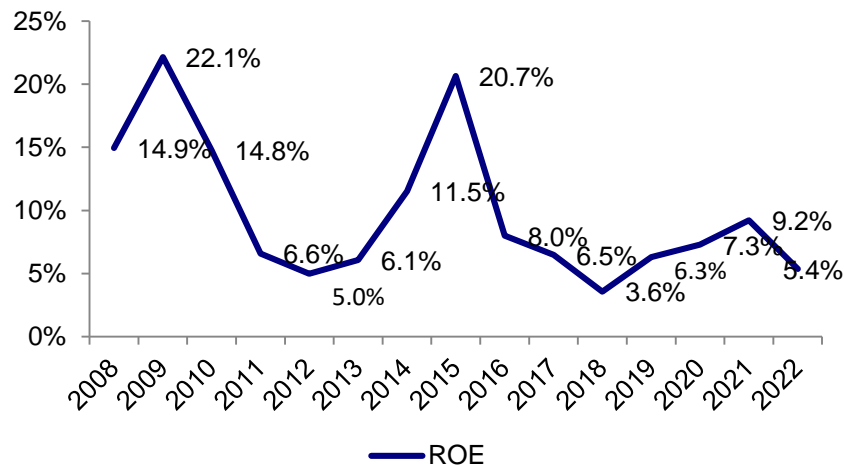
2.3.1 我国证券行业业务结构变化影响ROE

- **2012年前**：业务模式单一，以赚取高额通道费为主要业务模式，经纪业务收入占比较高。在此阶段券商凭借牌照优势，亦能获得较高的ROE。券商业务模式同质化较为严重。金融牌照放开、行业壁垒逐渐缩小、业内竞争加剧等因素，券商利润率被挤压。
- **2012年证券行业创新大会后**：杠杆率持续提升，ROE呈现强波动性。杠杆率从2012年的1.61倍提升至2021年的3.44倍。但资产负债表的扩张并未显著带动ROE趋势性向上，波动仍较大。2018年后随着市场交易中枢向上，2021年境内证券行业ROE曾一度提升至9.2%。2022年市场大幅波动，ROE下滑至5.4%。

图：2008-2022年境内券商杠杆率（倍）



图：2008-2022年境内券商ROE



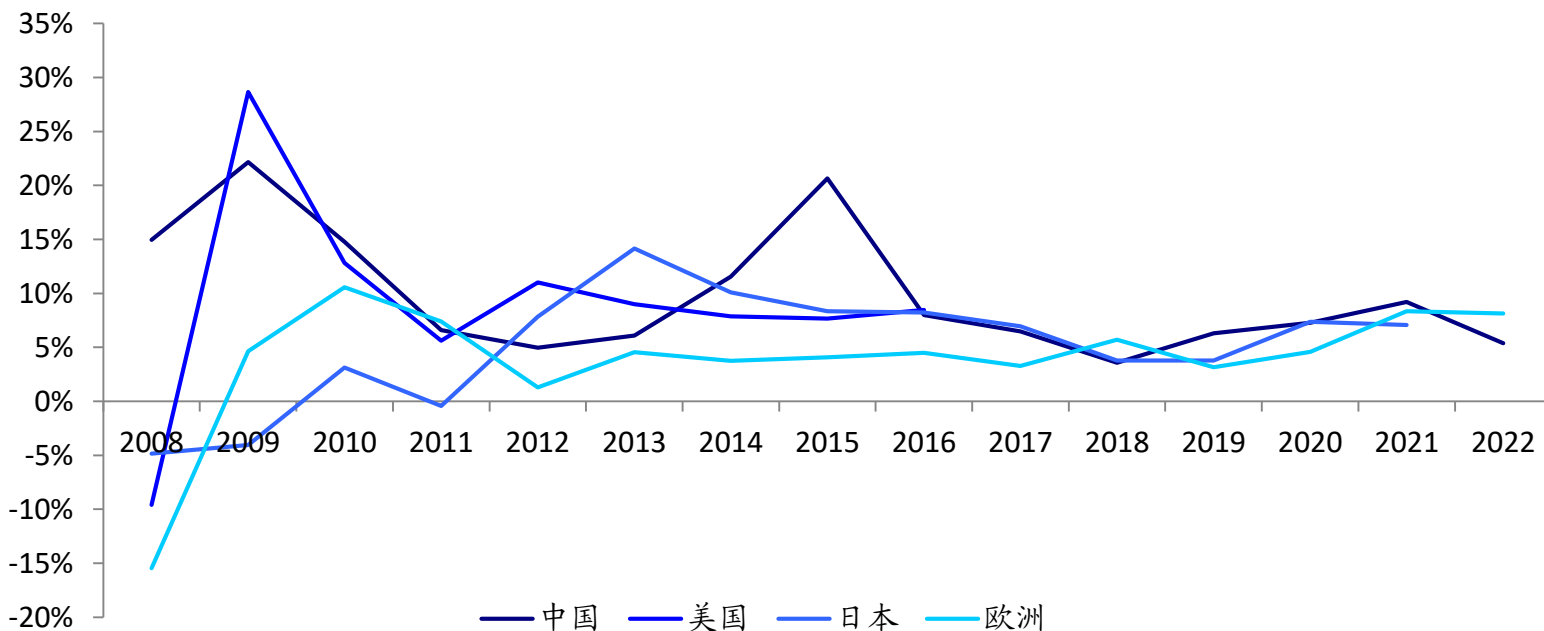
资料来源：中国证券业协会，HTI，2022年为上市券商杠杆率

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.3.1 海外比较：境内券商ROE与日本欧洲相当，低于美国

- 对比海外，境内券商ROE的平均水平并没有过多落后发达市场。
- 2016年以来，境内券商ROE中枢显著下滑，截至2022年，ROE中枢在6.5%左右，与欧洲和日本基本相当，相比美国8%左右的ROE中枢存在差距，境内券商ROE的平均水平并没有过多落后发达市场。我们认为境内券商ROE仍有提升空间。

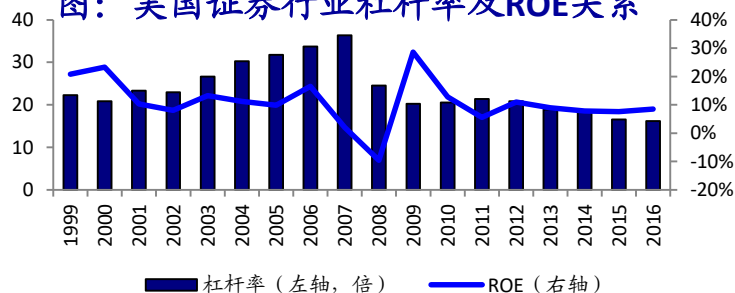
图：2008年以来各国ROE对比



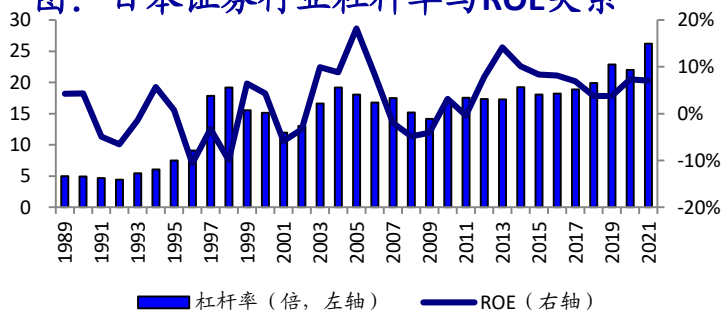
2.3.1 海外比较：境内券商ROE与日本欧洲相当，低于美国

- 美国、欧洲：2008年次贷危机爆发后，美国和欧洲杠杆率纷纷下降，美国从2007年的36倍降至2016年的16倍左右，欧洲从2007年的50倍降至2020年的20倍左右。美国大型券商剥离自营交易业务，行业交易与投资收入降至10%以下，行业ROE整体维持在8%左右。欧洲几家大型证券公司ROE一度降至3%左右，2021年以来ROE有所回升，2022年几家大型证券公司平均ROE为8.1%。
- 日本：宽松的监管以及保证金交易业务的兴起，推动券商杠杆率从1990年的5倍杠杆提升至2021年的26倍。2019-2021三年平均ROE在6%左右。

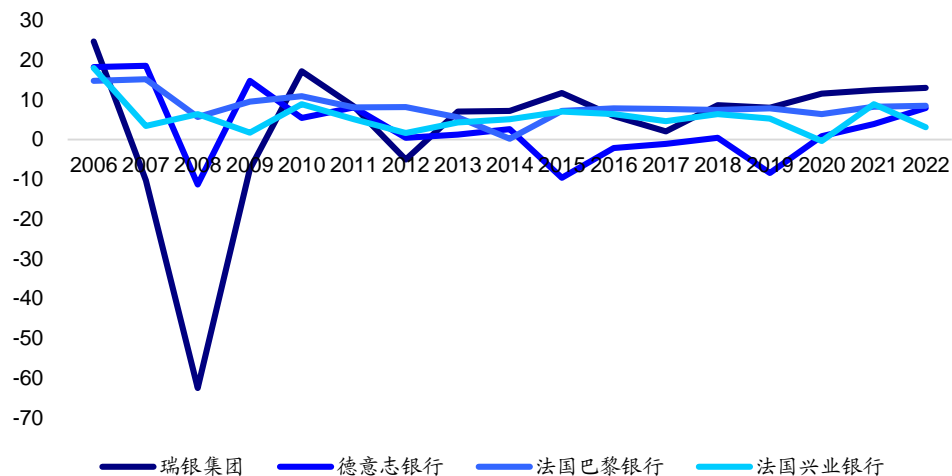
图：美国证券行业杠杆率及ROE关系



图：日本证券行业杠杆率与ROE关系



图：欧洲四大证券公司ROE变化（%）



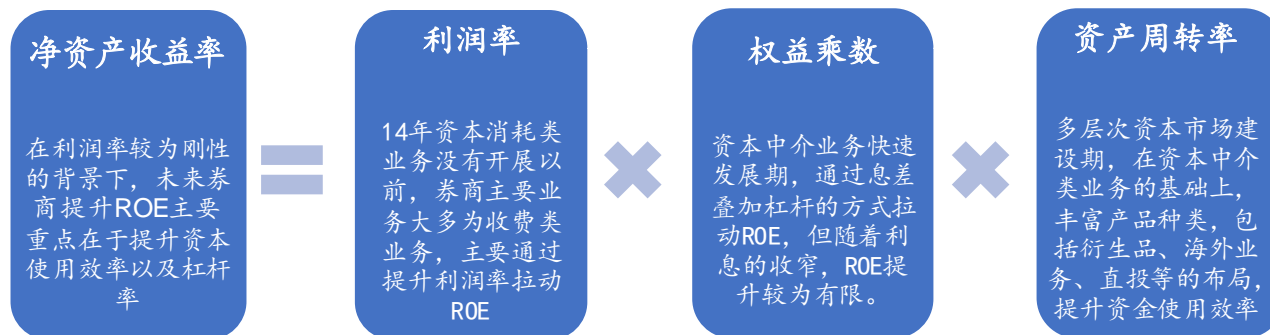
资料来源：SEC, Wind, JSDA, HTI 注：SEC仅披露 pretax-ROE，我们假设税率25%，估算得到税后ROE

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.3.2 杠杆率或是拉低ROE的重要原因

- 通过杜邦分析法，我们认为未来券商提升ROE主要重点在于提升资本使用效率以及杠杆率。
- 净资产收益率（ROE）=利润率*资产周转率*权益乘数。
- 在券商的不同发展阶段，驱动ROE提升的因素各有不同，分为3个大时代来看：
 - 1) Phase1: 14年资本消耗类业务没有开展以前，券商主要业务大多为收费类业务，主要通过提升利润率拉动ROE；
 - 2) Phase 2: 资本中介业务的发展期，利润率经过多年发展，基本固定。而新增通过息差叠加杠杆的方式拉动ROE，但随着利息的收窄，ROE提升较为有限。
 - 3) Phase 3: 多层次资本市场建设期，目前券商正开始布局这个时期，通过多层次的业务布局，在资本中介类业务的基础上，丰富产品种类，包括衍生品、海外业务、直投等的布局，通过提升资金使用效率以及适当加杠杆拉动ROE。

图：杜邦分析法

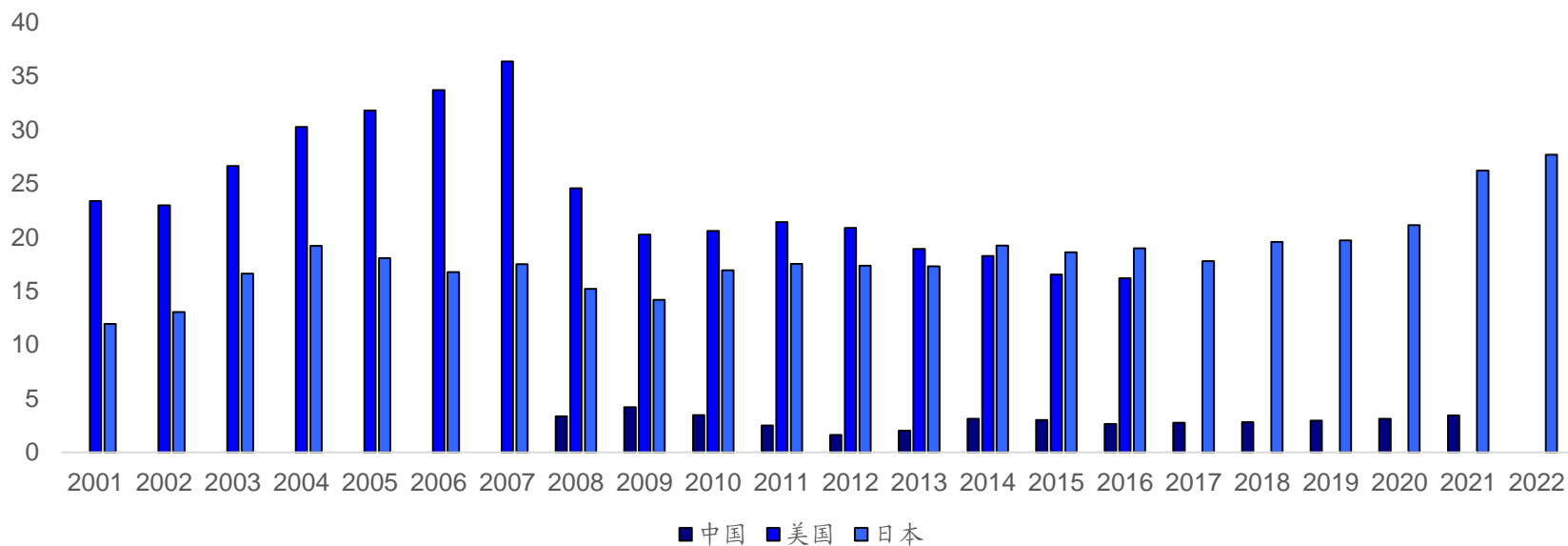


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.3.2 杠杆率或是拉低ROE的重要原因

- 国内券商杠杆比率普遍不高。
- 据中国证券业协会数据，2008-2022年境内券商的平均杠杆率（剔除客户保证金）仅为2.96倍；相比之下，美国投行的杠杆率普遍超过15倍，金融危机前更是高达30倍左右；日本近五年杠杆率也将近20倍。

图：中美日投行杠杆率比较（倍）



资料来源：中国证券业协会，JSDA，SIFMA，HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.3.2 杠杆率或是拉低ROE的重要原因

- 我们认为，偏低的杠杆率与监管限制、资金成本、负债结构、业务结构等有关。
- 原因一：资本新规后，杠杆率仍存在软性约束。2016年以前我国要求所有券商财务杠杆不得超过5倍。2016年10月开始施行的《证券公司风险控制指标管理办法》，对券商资本金提出了的新要求资本杠杆率不得低于8%，但在流动覆盖率、净稳定资金率等指标的综合约束下，境内券商杠杆率提升空间仍有限。

表：《证券公司风险控制指标管理办法》主要内容

项目	具体内容	监管要求
核心净资本	核心净资本=净资产-资产项目风险调整-或有负债风险调整-/+证监会认定或核准的其他调整项目	
附属净资本	附属净资本=长期次级债*规定比例-/+证监会认定或核准的其他调整项目	
净资本	净资本=核心净资本+附属净资本	
风险覆盖率	风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和*100%	≥100%，预警120%
资本杠杆率	资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额*100%	≥8%
流动性覆盖率	流动性覆盖率=优质流动性资产/未来30现金流出量*100%	≥100%，预警120%
净稳定资本率	净稳定资本率=可稳定资金/所需稳定资金*100%	

2.3.2 杠杆率或是拉低ROE的重要原因

- 原因二：业务模式的差异。境内券商的资本消耗性业务难以形成加杠杆的动力。境内衍生品市场处于发展初期，境外投行的高杠杆主要来源于金融产品的创新。佣金自由化，率降导致同质化加深。
- 原因三：境内券商资金成本较高是制约券商加杠杆的一大因素。资金成本高和竞争激烈导致券商净息差波动大，市场一般时券商加杠杆的意愿并不强。
- 原因四：境外投行融资渠道相较境内更为丰富。1) 境内受限于分业监管，券商无法取得高质量低息存款；而美国主要投行，高盛2022年的存款占比将近30%。2) 境内券商的应付客户及他方款项占比很大，主要为客户保证金且由第三方托管无法利用。3) 金融衍生产品种类及规模较少，境内交易性金融负债的占比较低。

表：前十家券商2022年卖出回购金融资产及利息支出（亿元）

	2022卖出回购金融资产	卖出回购利息支出	卖出回购利率
中信证券	2143	43	1.99%
广发证券	1251	22	1.74%
申万宏源	1535	27	1.77%
国泰君安	1649	16	0.97%
招商证券	1208	21	1.76%
东方证券	623	14	2.17%
国信证券	965	11	1.14%
华泰证券	1441	28	1.96%
中信建投	1222	20	1.62%
前十家合计	13053	221	1.69%

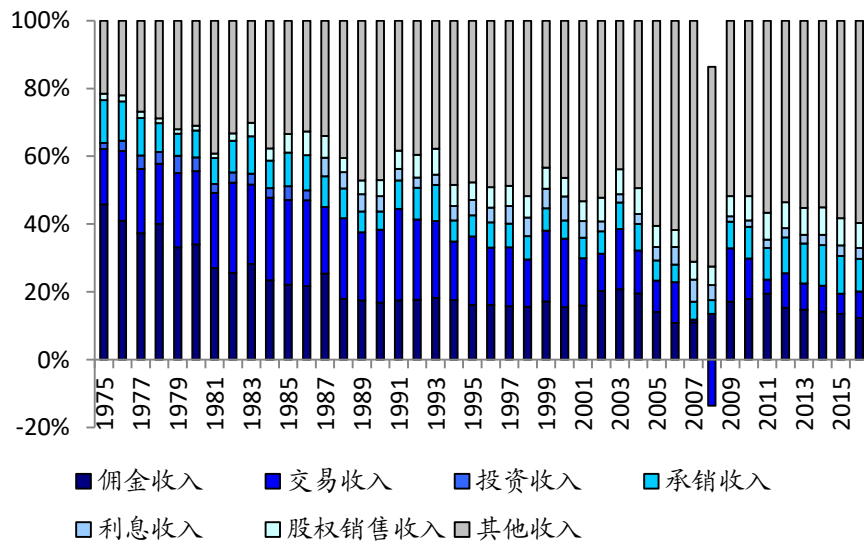
2.3.3 合理加杠杆，提高轻资产业务，降费 用率，去方向性提升ROE稳定性

- 国内券商资产利用率低，需提升竞争力。多层次资本市场业务可助ROE增长。轻资产业务（经纪、投行、资管）依赖券商牌照获取收益，而重资产业务（自营、资本中介）依赖资产扩张。券商通过迅速扩张两融业务，降低利率以迎合规模，但融资成本较高，息差逐渐缩窄至2-3%。
- 我们认为券商核心竞争力应集中在资产定价、专业化投行、财富管理。监管鼓励支持并规范新业务发展，如场外期权、跨境业务、全面注册制等。下一阶段发展应重点在利用资本进行客需业务、多层次资本市场、轻资产业务，通过合理加杠杆、提升轻资产业务占比、降费用率等方式提升ROE。
- 证监会已就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见。此次修订主要包括三方面内容：1) 对证券公司开展做市、资产管理、参与公募REITs等业务的风险控制指标计算标准予以优化。2) 适当调整连续三年分类评价居前的券商的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，推动试点内部模型法等风险计量高级方法。3) 根据业务风险特征和期限匹配性，细化不同期限资产的所需稳定资金。对场外衍生品等适当提高计量标准。
- 我们认为此次调整可能更有助于头部优质券商及特色化券商释放更多的资本金，同时对部分风险较高的业务作出进一步约束，有利于行业长期稳健发展及维护市场稳定运作。

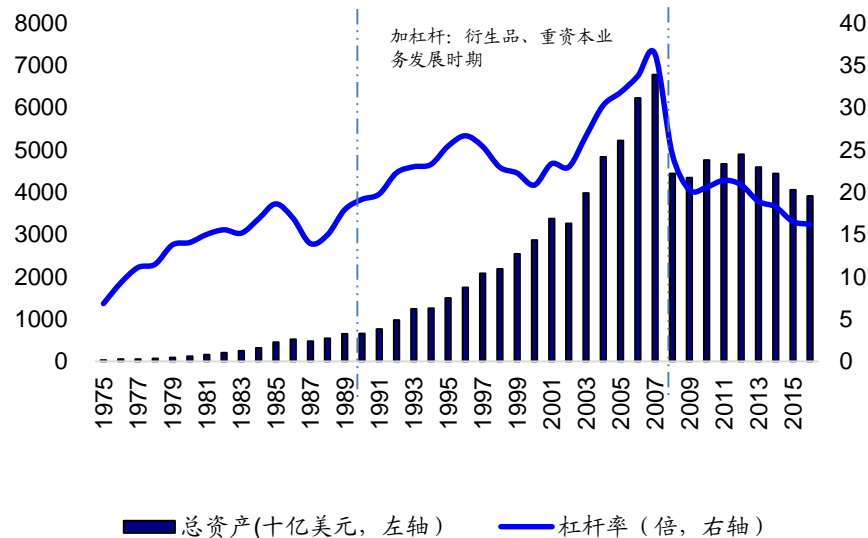
2.3.3 美国巧妙杠杆平衡风险与收益，拓展多元收益路径

- 自佣金自由化以来，美国证券业收入多元化。
- 90年代至2008年，交易业务成为蓝海赛道。佣金率稳定后，证券行业收入佣金收入占比降幅趋缓维持在10%-20%。证券公司通过发展做市、重资产业务，提高收入。
- 为了追求更高的利润，杠杆率由1989年的18倍升至2007年的36倍。
- 混业经营放开，非证券业务收入占比持续增加。

图：1975-2016年美国证券市场收入结构



图：1975-2016年美国证券行业杠杆率



资料来源：SEC, HTI

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.3.3 美国大型券商主动降低杠杆

- 由于高杠杆导致多家美国投行在金融危机中陷入风险，迫使它们进入去杠杆阶段。
- 为维护金融系统稳定，政府通过注资方式增加大型投行资本。2010年巴塞尔III实施后，建立了一套完整的国际通用的、以加权方式衡量表内与表外风险的资本充足率标准。
- 美国大型投行受到《多德-弗兰克法案》的制约，沃尔克规则禁止银行控股公司利用自有资金进行高风险的自营投资业务，且对于对冲基金的投资也有所限制。监管升级下，美国大型券商主动降低杠杆。

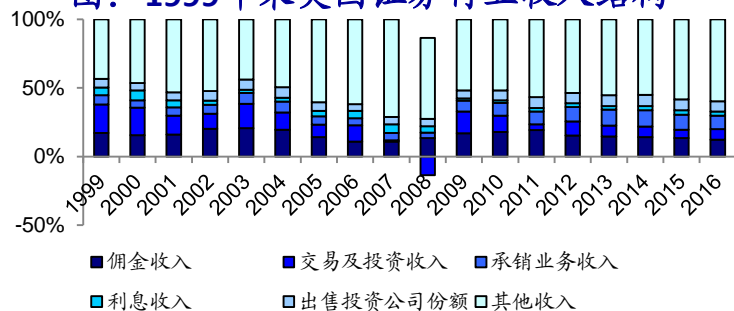
表：当前美国大型券商监管框架

监管法案	内容	具体要求
巴塞尔协议III	资本充足率	1.1.确定了三个最低资本充足率：①核心一级资本充足率 $\geq 4.5\%$ ；②一级资本充足率 $\geq 6\%$ ；③总资本充足率 $\geq 8\%$ 2.新增两个超额资本要求：①由普通股构成的资本留存缓冲 $\geq 2.5\%$ ；②逆周期资本缓冲，要求为0-2.5%（在信贷过快增长时启用）
	杠杆监管标准	杠杆率 $\geq 3\%$
	流动性风险监管标准	引入两个流动性风险监管指标：①流动性覆盖率 $\geq 100\%$ ；②净稳定融资比率 $\geq 100\%$
	过渡期	过渡期为2013年-2019年
多德-弗兰克法案	修改监管框架	增设金融稳定监管委员会、消费者金融保护局、联邦保险办公室等机构来强化联邦层级的监管，赋予了美联储更大的监管权力，具有系统重要性的银行和非银行金融机构纳入美联储的监管之下
	沃尔克规则	①限制大型金融机构进行高风险的自营交易及掉期业务②限制银行拥有或投资私募股权基金和对冲基金，要求对所有此类基金的总投资减少至公司一级资本的3%或以下，在每只基金的投资额不能超过基金净值3%
	加强对场外衍生品业务的监管	加强了对证券化市场（资产支持证券）和场外衍生品市场监管和限制，要求大型商业银行剥离信用违约掉期业务；加强了对利率和互换等衍生品的监管

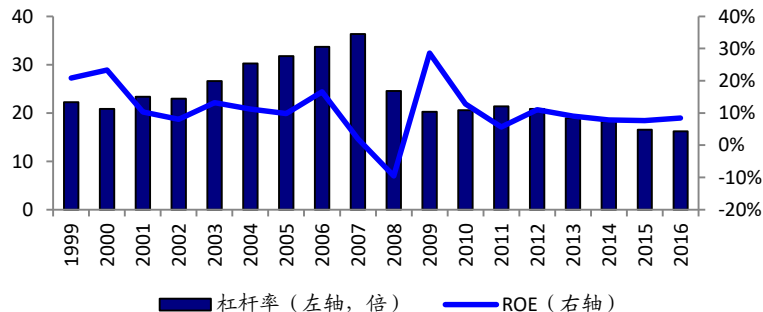
2.3.3 监管新格局下，美国轻资产业务崛起，杠杆率急剧下滑

➤ 监管约束下，杠杆率急剧下滑，轻资产业务反超重资产。我们认为，新监管框架提高资本要求，导致美国券商杠杆率从2007年36倍降至2016年16倍。大型券商剥离自营业务，行业交易与投资收入降至10%以下，以经纪业务及承销业务为代表的轻资产业务收入比例反超重资产业务。券商差异化发展突出自身业务优势，杠杆率下降后行业ROE保持稳定。

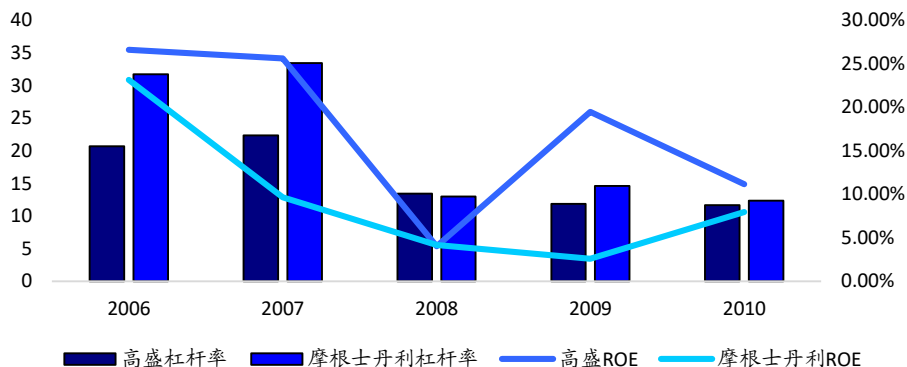
图：1999年来美国证券行业收入结构



图：美国证券行业杠杆率及ROE关系



图：2008年前后美国投行ROE、杠杆率对比

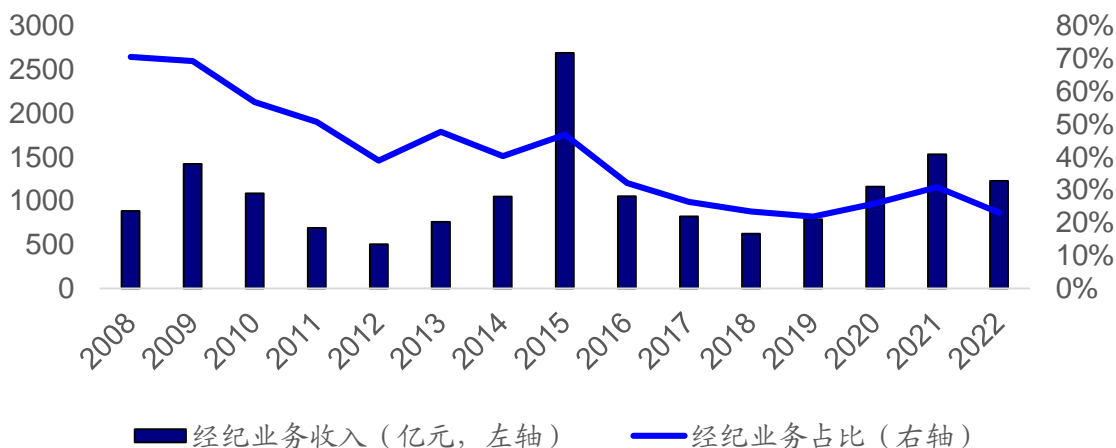


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.3.3 提高轻资产业务占比——深化财富管理业务转型

- ▶ 零售业务一直是券商主要收入来源，虽然经纪业务比例下降，从2008年71%一路降低到2022年的23%，但仍是关键入口。代销、两融、基金投顾等业务服务体系日益多元。
- 我们判断未来两大发展趋势：（1）展业模式由“通道”转向“入口”互联网机构通过收购券商牌照进入零售领域，传统券商则与互联网平台合作，互联网机构获取的流量和用户基础为其财富管理提供强支持，实现线上线下一体化。（2）可投资资产稳步增长激发财富管理需求，从“通道服务提供商”到“综合性财富管理”。券商通过构建客户服务体系、优化投顾团队，加强对客户服务，提高客户粘性。

图：中国证券行业经纪业务收入及占比

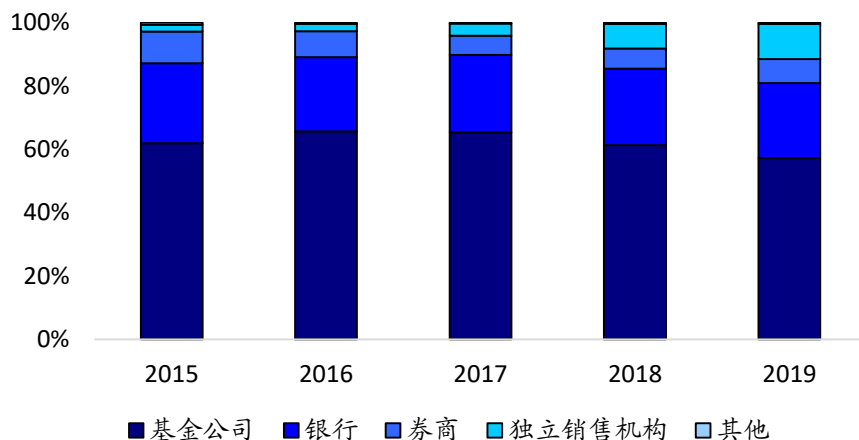


资料来源：中国证券业协会，HTI注：2022年为上市券商数据

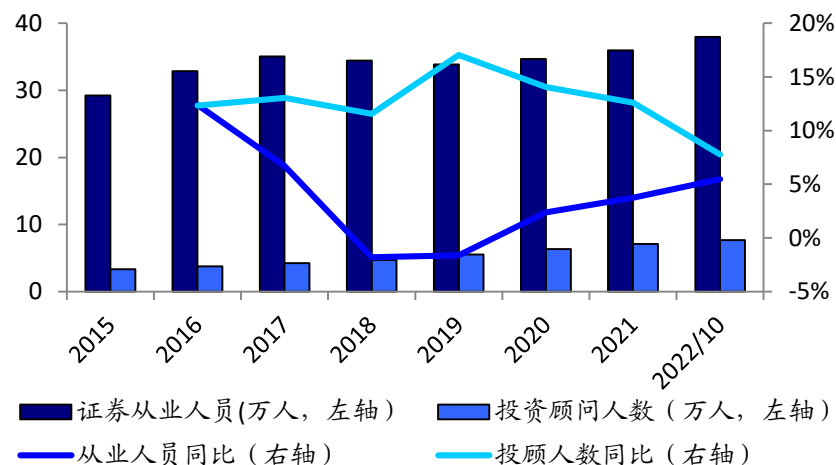
2.3.3 提高轻资产业务占比——深化财富管理业务转型

- 2017年以来券商公募代销市占持续回升。2023年上半年代销金融产品收入61亿元，同比下滑10%，占经纪收入11%，占比同比基本持平。截止2023三季度，公募基金代销规模百强券商数量超银行，灵活性和独立基金市占不断提升。
- 投顾业务蓬勃发展，从业人员和客户资产规模不断增加。2019年10月，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，公募基金投资顾问业务试点正式落地。截至2021年底，基金投顾机构已合计服务客户367万户，服务资产980亿元。

图：券商2017年以来基金代销保有量市占持续回升



图：2016-2022年投资顾问人数及增速



资料来源：基金业协会，HTI

资料来源：中国证券业协会，上海证券报、HTI注：22年数据截止至10月

2.3.3 提高轻资产业务占比——打造投行全产业链服务

- 全面注册制落地，A股注册制改革不断推进。
- 科创板及全面推行注册制将为券商直投带来了战略机遇；证券公司加速打造全生命周期的“大投行”体系，实现全产业链协同和价值延伸。

表：注册制改革持续推进

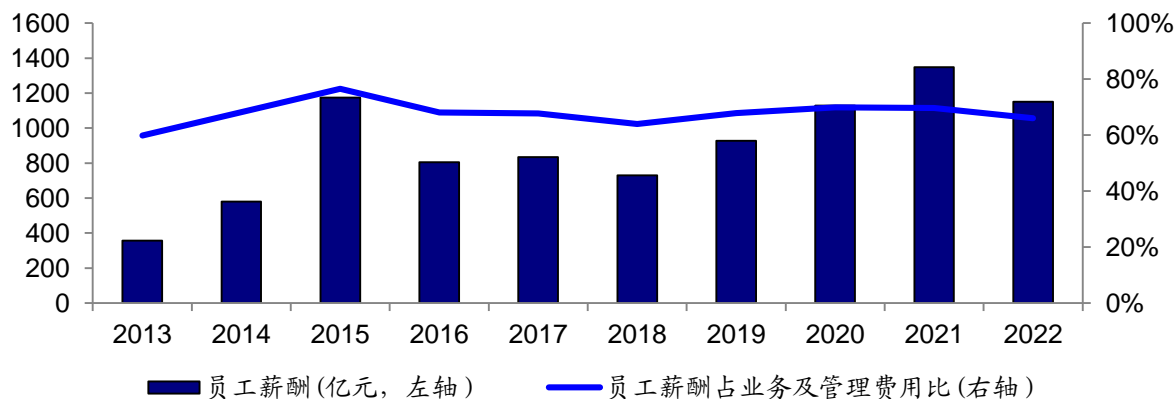
时间	改革内容
2013年11月	党的十八届三中全会提出，推行股票发行注册制改革。
2015年12月	全国人大授权国务院进行注册制改革。
2018年11月	国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式演讲中宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。
2019年1月	中央全面深化改革委员会第六次会议审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。
2019年7月	首批科创板25家公司上市交易。
2019年12月	十三届全国人大常委会第十五次会议表决通过了新修订的《中华人民共和国证券法》，新修订的证券法明确全面推行注册制。
2020年4月	中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。
2020年8月	创业板注册制首批18家企业上市交易。
2021年9月	习近平总书记在2021年中国国际服务贸易会全球服务贸易峰会上的致辞中宣布，将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。
2021年11月	北交所开市，实行注册制。
2021年12月	中央经济工作会议提出，将“全面实行股票发行注册制”。
2022年1月	证监会印发2022年度立法工作计划，落实中央经济工作会议关于全面实行股票发行注册制的决策部署，制定《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等规章。
2022年8月	证监会主席易会满在《求是》杂志撰文表示，全面实行股票发行注册制的条件已基本具备。
2023年2月	中国证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等14项主要制度规则草案公开征求意见。
2023年2月	中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。

资料来源：中国证监会官网，央视网，央广网，人民网，中国证券报网，HTI

2.3.3 降低费用率亦是途径之一

- 券商费率与营收规模密切相关：费率较低年份多为市场行情好、营收规模大的年份，如2015年的37%、2019年的42%、2020年和2021年的40%，其余年份都在45%以上。
- 券商成本较为刚性：人为成本是主要的支出方向，员工薪酬占业务及管理费比重在2013-2022年间约为68%。
- 服务性业务影响费用率：经纪业务需大量人员支持，投行部门支出与项目挂钩，庞大人力支出难以避免。
- 降低费用率关键指标：做大营收规模及适当降低人员支出，有望提升费用率，进而提高ROE。

图：员工薪酬占业务及管理费比例



资料来源：IFind，HTI注：为保证比较口径一致，故选取2013年以来有披露业务及管理费、员工薪酬数据的30家上市券商经营数据累加计算得出（因业务复杂性，不包含影子券商）

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.3.4 发展客需类业务，通过去方向性获得稳定ROE

- 为客户提供客需服务：以定制化为指引、数字化为突破，为客户定制化服务、创造最大关键价值。与海外市场相比，国内机构业务空间广阔。
- 发展场外衍生品：面向未来，券商发展机构业务的制胜关键离不开专业化、定制化、数字化三大核心能力的建设。提升做市交易和投资管理能力。

表：场外衍生品互换业务与期权业务对比

类型	客户需求	业务模式	盈利模式
互换	杠杆交易	交易期间由证券公司代客户持有证券，并根据客户交易指令调整标的证券仓位，从而实现客户杠杆交易目的。	通过价差盈利
	卖空证券，但券源稀少	证券公司以较低的价格与证券持有人签订收益互换协议，再转借给有卖空需求的客户。	
	对冲下行风险	证券公司以较低的价格与证券持有人签订收益互换协议，并以更高的费率给有对冲需求的客户提供下行保护。	
期权	上市公司大股东进行市值管理并购买上市公司股份	上市公司的大股东卖出认沽期权。如果对应证券下跌，则大股东购买股票作为市值管理手段；如果对应证券上涨，则大股东获得期权费；证券公司通常在买入看跌期权后再卖出。	通过期权费价差盈利
	上市公司大股东质押股票	证券公司向上市公司出售认沽期权，为质押股票提供价格保护。在这种情况下，证券公司可以提供更具竞争力的股票质押利率。	赚取场外期权费（或期权费差价）和股票质押利息收入
	结构化产品	证券公司基于普通期权设计复杂的衍生品，例如鲨鱼鳍期权、雪球期权和二元期权。证券公司也出于对冲的目的购买/出售标的证券。	期权费减对冲成本

2.4 我们预计中性预测下2024年行业净利润 同比+8%

- 悲观/中性/乐观预测下行业2024E净利润增速为-5%/+8%/+18%。
- 中性假设，我们预计经纪业务收入同比增长7%，投行业务同比持平，资本中介业务收入增长2%，资管同比增长10%，自营同比增长20%。

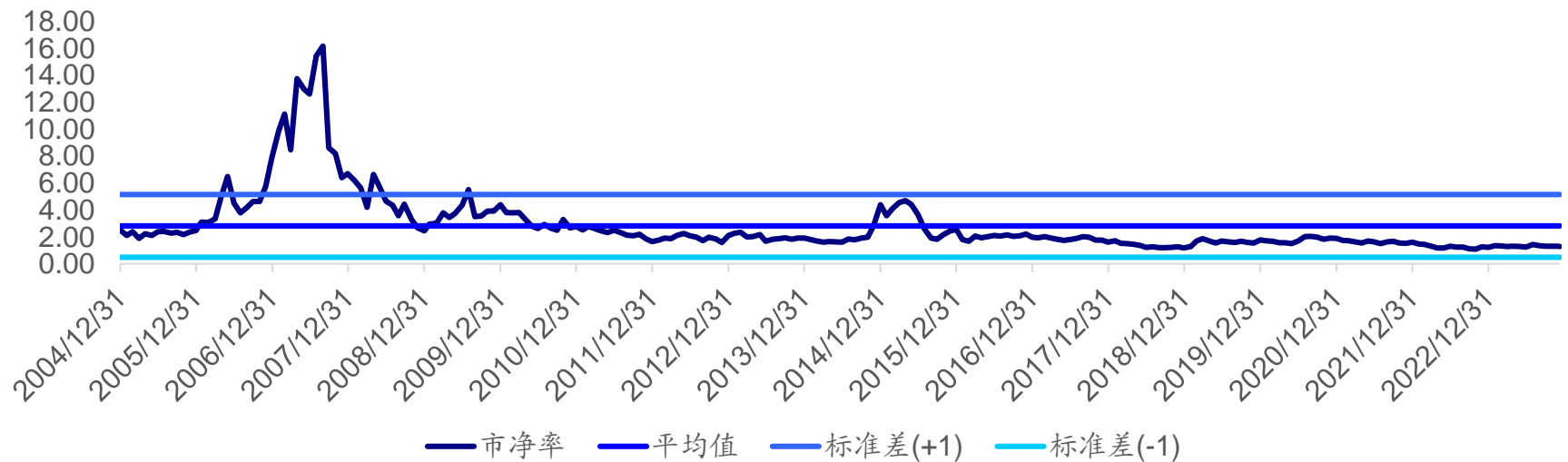
表：2023年及2024年行业盈利预测（亿元）

(亿元)		2022	2023E	2024E悲观	2024E中性	2024E乐观
经纪业务	日均股基交易额	10030	10000	10000	11000	12000
	增速	-11%	0%	0%	10%	20%
	代销金融产品收入	166	166	166	199	215
	增速	-20%	0%	0%	20%	30%
	经纪业务收入	1331	1182	1085	1263	1435
	增速	-14%	-11%	-8%	7%	21%
投行业务	股权融资收入	315	196	172	194	211
	债券融资收入	270	335	298	339	379
	投行业务收入	701	647	574	648	740
	增速	0%	-8%	-11%	0%	14%
资本中介业务	资本中介收入	880	928	883	944	938
	增速	-9%	6%	0%	2%	7%
资管业务	资管收入	286	350	332	385	437
	增速	-10%	10%	-5%	10%	25%
自营业务	自营收入	738	1106	1106	1328	1438
	增速	-50%	50%	0%	20%	30%
营业收入		3950	4313	4080	4668	5088
净利润		1423	1725	1632	1867	2035
增速		-36%	21%	-5%	8%	18%

2.4 行业发展政策积极，估值低位

- 截至2023年12月8日，行业平均2023E P/B在1.29 x。我们认为随着市场及监管边际好转，券商业绩有望持续改善。证券行业发展政策积极，资本市场发展空间较大，我们认为券商行业盈利能力将继续提升。
- 重点关注：中信证券、华泰证券、中金公司H等。
- 风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

图：境内证券行业P/B（倍）



资料来源：WIND，HTI（数据截至2023/12/8）

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

APPENDIX 2

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL分析师认证Analyst Certification:

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

APPENDIX 2

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了000776.CH and GS.US的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 000776.CH and GS.US within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 000776.CH and GS.US 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.

601628.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601336.CH, 601319.CH, 600958.CH, 000776.CH, 600030.CH, 601211.CH, 600999.CH, 601688.CH, 民生中信建投南昌3号定向资产管理计划 及 601995.CH目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

601628.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601336.CH, 601319.CH, 600958.CH, 000776.CH, 600030.CH, 601211.CH, 600999.CH, 601688.CH, 民生中信建投南昌3号定向资产管理计划 及 601995.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

600958.CH, 000776.CH, 600030.CH, 601211.CH, 600999.CH, 601066.CH 及 601995.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。

600958.CH, 000776.CH, 600030.CH, 601211.CH, 600999.CH, 601066.CH and 601995.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从601628.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601336.CH, 601319.CH, 600958.CH, 000776.CH, 600030.CH, 601211.CH, 600999.CH, 601688.CH 及 601995.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 601628.CH, 平安资产管理有限责任公司, 601601.CH, 601336.CH, 601319.CH, 600958.CH, 000776.CH, 600030.CH, 601211.CH, 600999.CH, 601688.CH and 601995.CH.

海通国际证券集团有限公司（“海通国际”）有雇员或与关联人士担任601601.CH 及 600958.CH的职员。

Haitong International Securities Group Ltd. ("Haitong International") having an individual employed by or associated with Haitong International serving as an officer of 601601.CH and 600958.CH.

APPENDIX 2

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.

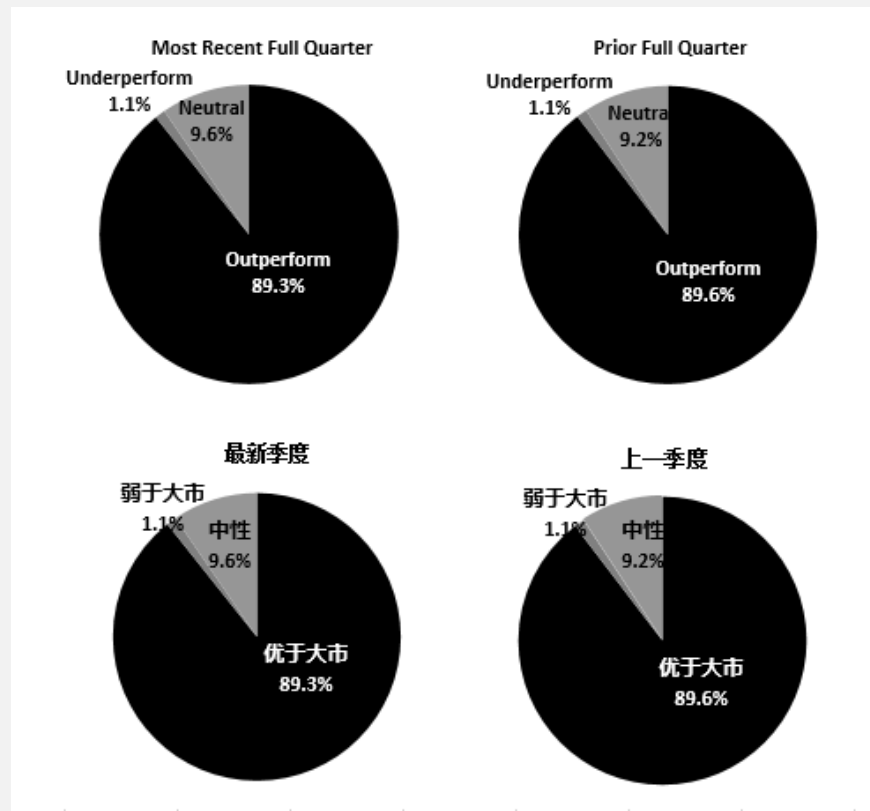
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

APPENDIX 2

评级分布 Rating Distribution



APPENDIX 2

截至2023年9月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

*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 Sep 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

*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.

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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

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

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 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。

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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

APPENDIX 2

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:

APPENDIX 2

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

APPENDIX 2

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。

APPENDIX 2

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:

APPENDIX 2

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>