

中国必需消费 & 可选消费 China (Overseas) Staples & Discretionary

HTI 东南亚消费行业 11 月跟踪报告：消费景气与信心增强，各国 CPI 表现分化

Consumer Confidence Rises, CPI Varies Across Countries

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
安踏体育	Outperform	九毛九	Outperform
百威亚太	Neutral	澳优	Outperform
海底捞	Outperform		
华润啤酒	Outperform		
华住酒店集团有限公司	Outperform		
名创优品	Outperform		
康师傅	Outperform		
中国飞鹤	Outperform		
李宁	Outperform		
亚朵集团	Outperform		
新东方在线	Outperform		
颐海国际	Outperform		
特步国际	Outperform		
达势股份	Outperform		
现代牧业	Outperform		
优然牧业	Outperform		

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

CPI: 泰国、新加坡及马来西亚通胀较低，菲律宾有所反弹。 泰国 CPI 水平同比增长 0.95%，高于 10 月的 0.83%，但低于预期的 1.12%。新加坡 CPI 水平同比增长 1.60%，低于市场预期的 1.8% 涨幅。通胀的减缓为新加坡央行在明年一月的降息创造了空间。但由于美国政策的不确定性，央行可能会推迟放松货币政策的时间。马来西亚 CPI 水平同比增长 1.8%，环比下降 0.1%，食品及服务通胀水平均有所缓解。菲律宾 CPI 同比增长 2.50%，高于 10 月的 2.3%，超过预期的 2.4%，这标志着三个月来的最高读数。谷物及其制品是推动食品通胀的主要因素，近期频发的台风对菲律宾食品供应和物流造成一定冲击，进一步推高了食品价格。菲律宾中央银行称，将在即将举行的货币政策会议上考虑最新的通胀情况。今年以来，菲律宾央行已于 8 月和 10 月两次下调政策利率，并表示可能在 12 月再次降息 25 个基点。

消费：消费景气与信心有所增强。 2024 年 11 月印尼消费者信心指数为 125.90，是自 4 月份以来的最高读数，显示出消费者信心的显著增强。10 月泰国消费者信心指数为 52.9，环比表现出明显提升趋势。10 月新加坡的食品饮料交易额为 9.97 亿新币，同比增长 3.9%，环比增长 1.4%，增速加快。

股市：11 月消费表现各有差异。 11 月印尼、马来西亚消费板块及新加坡日常消费板块均跑赢大盘，其余国家消费相关板块均跑输大盘。印尼必选/可选消费行业 -3.4%/+3.5%，均跑赢大盘（-4.6%）。马来西亚日常/可选消费品涨幅+1.5%/-3.9%，均跑赢大盘（-0.5%）。新加坡日常/可选消费+2.4%/-3.7%，分别跑赢/跑输大盘（+2.3%）。越南与泰国消费相关板块均跑输大盘。

估值：仅越南必选消费板块估值水平提升。 截至 11 月底，自 2024 年初以来越南必选消费历史估值水平处于 63%分位水平，呈上升趋势。其他国家消费相关板块均较 10 月末呈下降趋势。2019 年以来，印尼必选消费的 PE 历史分位数为 26%，泰国必选消费/可选消费的 PE 历史分位数为 19%/36%；新加坡可选/日常消费的 PE 历史分位数为 4%/27%；马来西亚日常/可选消费的 PE 历史分位数为 97%/96%，估值分位水平均有所下降。

风险提示： 通货膨胀风险，汇率风险，可操作性风险，社会和文化风险，自然灾害风险



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

HTI 东南亚消费行业 10 月跟踪报告：通胀水平表现分化，估值水平有所提升

Inflation level performance is divided, P/E ratios have increased (27 Nov 2024)

HTI 东南亚消费行业 8 月跟踪报告：6 国通胀水平走低，消费板块弱于大盘

Inflation declines in six Southeast Asian countries, and the consumption is weak (30 Sep 2024)

HTI 中国消费品 8 月价格报告：飞天茅台批价再次回落

Wholesale Prices of Feitian Moutai Fell Again (2 Sep 2024)

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

数据概览

3Q24 印尼/新加坡/菲律宾/马来西亚/泰国/越南的 GDP（不变价）当季同比增速分别为 5.0%/4.1%/5.2%/5.3%/3.0%/7.4%。

表 1 东南亚主要国家 GDP 数据

GDP: 当季同比	2022				2023				1H24		2H24
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
印尼	5.00%	5.50%	5.70%	5.00%	5.00%	5.20%	4.90%	5.00%	5.10%	5.05%	4.95%
新加坡	4.20%	4.60%	4.20%	2.40%	0.50%	0.50%	1.00%	2.20%	2.70%	2.90%	4.10%
菲律宾	8.10%	7.50%	7.70%	7.10%	6.40%	4.30%	6.00%	5.50%	5.80%	6.29%	5.22%
马来西亚	5.10%	8.86%	14.36%	7.35%	5.51%	2.79%	3.12%	2.92%	4.20%	5.79%	5.31%
泰国	1.90%	2.40%	4.40%	1.30%	2.60%	1.80%	1.40%	1.70%	1.50%	2.29%	3.00%
越南	5.10%	7.80%	13.70%	5.90%	3.30%	4.10%	5.50%	6.70%	5.70%	6.90%	7.40%

资料来源: wind, HTI

2024 年 11 月印尼/新加坡/菲律宾/马来西亚/泰国/越南的 CPI 同比增速分别为 1.6%/1.6%/2.5%/1.8%/1.0%/2.8%，环比增速分别为 0.3%/0.0%/0.4%/-0.1%/-0.1%/+0.1%。

表 2 东南亚主要国家近期 CPI 数据

	4Q23	1Q24			2Q24			3Q24			4Q24		
	23-Dec	24-Jan	24-Feb	24-Mar	24-Apr	24-May	24-Jun	24-Jul	24-Aug	24-Sep	24-Oct	24-Nov	
CPI:同比	印尼	2.60%	2.60%	2.80%	3.10%	3.00%	2.80%	2.50%	2.13%	2.12%	1.84%	1.71%	1.55%
	新加坡	3.70%	2.90%	3.40%	2.70%	2.70%	3.10%	2.40%	2.40%	2.20%	2.00%	1.40%	1.60%
	菲律宾	3.90%	2.80%	3.40%	3.70%	3.80%	3.90%	3.70%	4.40%	3.30%	1.90%	2.30%	2.50%
	马来西亚	1.50%	1.50%	1.80%	1.80%	1.80%	2.00%	2.00%	2.00%	1.90%	1.80%	1.90%	1.80%
	泰国	-0.80%	-1.10%	-0.80%	-0.50%	0.20%	1.50%	0.60%	0.83%	0.35%	0.61%	0.83%	0.95%
	越南	3.60%	3.40%	4.00%	4.00%	4.40%	4.40%	4.30%	4.36%	3.45%	2.63%	2.89%	2.77%
CPI:环比	印尼	0.40%	0.00%	0.40%	0.50%	0.30%	0.00%	-0.10%	-0.18%	-0.03%	-0.12%	0.08%	0.30%
	新加坡	0.40%	-0.70%	1.00%	-0.10%	0.10%	0.70%	-0.20%	-0.30%	0.70%	0.30%	-0.30%	0.00%
	菲律宾	0.20%	0.60%	0.60%	0.10%	-0.10%	0.10%	0.00%	0.70%	0.10%	-0.20%	0.20%	0.40%
	马来西亚	0.20%	0.20%	0.50%	0.10%	0.20%	0.30%	0.20%	0.10%	0.10%	0.00%	0.20%	-0.10%
	泰国	-0.50%	0.00%	0.20%	0.00%	0.90%	0.60%	-0.31%	0.19%	0.07%	-0.10%	-0.06%	-0.13%
	越南	0.10%	0.30%	1.00%	-0.20%	0.10%	0.00%	0.20%	0.48%	0.00%	0.29%	0.33%	0.13%

资料来源: wind, HTI

根据马来西亚国家统计局数据，印尼/新加坡/马来西亚/泰国四国在 2024 年 10 月的零售指数分别为 210/104.2/182/NA（尚未披露）。

表 3 部分国家零售指数表现情况

		4Q23		1Q24			2Q24			3Q24			4Q24
		23-Nov	23-Dec	24-Jan	24-Feb	24-Mar	24-Apr	24-May	24-Jun	24-Jul	24-Aug	24-Sep	24-Oct
零售指数 (2015 年=100)	印尼	207.9	218.1	210.5	214.1	235.4	236.3	228.1	229	212.4	215.9	210.6	209.5
	新加坡	109.2	124.8	110.2	100	104.4	95.2	102.9	96.6	100	102.5	99.4	104.2
	马来西亚	174.5	177.6	173.5	174.5	177.6	179.2	179.3	179.8	178.1	179.7	181	182
	泰国	123.8	132.6	124.3	115	122.7	136.6	135.7	126.8	135.4	146.1	135.9	n.a
零售指数: 同比	印尼	2.10%	0.20%	1.10%	6.40%	9.30%	-2.70%	2.10%	2.70%	4.50%	5.80%	4.67%	0.96%
	新加坡	-0.50%	-4.40%	-3.20%	8.00%	1.20%	-6.00%	-2.00%	-4.30%	-3.70%	-2.70%	-3.31%	-1.51%
	马来西亚	2.90%	3.60%	1.40%	4.60%	5.40%	3.50%	6.80%	6.30%	4.60%	4.00%	3.75%	5.02%
	泰国	11.60%	13.70%	8.00%	3.00%	-2.10%	28.90%	14.80%	13.40%	21.80%	31.38%	20.59%	n.a

资料来源：马来西亚统计局，HTI

11 月印尼/泰国/新加坡/马来西亚/越南市场+/-4.6%/-2.4%/+2.3%/-0.5%/-0.2%；2024 年初至今，印尼/泰国/新加坡/马来西亚/越南市场+0.6%/+3.0%/+18.5%/+9.6%/+12.4%。

表 4 10 月东南亚主要市场涨跌幅表现

资本市场	月度涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	去年同比涨跌幅 (%)	月度成交额 (USD,mn)	总市值 (USD,mn)
印度尼西亚	-4.6%	0.6%	9.6%	143,875	751217
泰国	-5.2%	3.0%	7.0%	134,910	431183
新加坡	2.3%	18.5%	24.1%	90,799	450363
马来西亚	-0.5%	9.6%	9.7%	239,390	514058
越南	-0.2%	12.4%	24.2%	5,458	276477

资料来源：bbg, wind, HTI, 截至 2024 年 11 月 30 日

从东南亚重点公司行情表现来看，涨幅前三名的公司是卜蜂印尼（11.2%）、DFIRetail 集团（9.2%）、金光农业资源（5.5%）；跌幅前三的公司是联合利华印尼（-11.1%）、家居产品中心（-10.7%）、Minor International（-8.5%）。

表 5 10 月重点公司涨跌幅表现

公司名称	股票代码	月度涨跌幅	年初至今涨跌幅	去年同比涨跌幅
泰国酿酒	THBEV SP Equity	13.0%	13.0%	13.0%
CP AXTRA	CPAXT TB Equity	0.0%	0.0%	0.0%
云顶新加坡	GENS SP Equity	-9.5%	-9.5%	-9.5%
联合利华印尼	UNVR IJ Equity	-4.6%	-4.6%	-4.6%
INDOFOOD	ICBP IJ Equity	-1.7%	-1.7%	-1.7%
Alfamart	AMRT IJ Equity	-12.0%	-12.0%	-12.0%
雀巢马来西亚	NESZ MK Equity	-3.0%	-3.0%	-3.0%
Sime Darby Plantation	SDPL MK Equity	0.0%	0.0%	0.0%
马山消费	MCH VN Equity	8.4%	8.4%	8.4%
越南乳业	VNM VN Equity	-1.8%	-1.8%	-1.8%
SAMPOERNA	HMSP IJ Equity	-4.4%	-4.4%	-4.4%
卜蜂印尼	CPIN IJ Equity	-4.5%	-4.5%	-4.5%
IOI集团	IOI MK Equity	-1.0%	-1.0%	-1.0%
KUALA LUMPUR KEPONG	KLK MK Equity	-4.3%	-4.3%	-4.3%
MINOR INTERNATIONAL	MINT TB Equity	-1.8%	-1.8%	-1.8%
PPB集团	PEP MK Equity	-6.3%	-6.3%	-6.3%
云顶集团	GENT MK Equity	-5.1%	-5.1%	-5.1%
移动世界投资	MWVG VN Equity	-8.3%	-8.3%	-8.3%
MR DIY	MRDIY MK Equity	-18.4%	-18.4%	-18.4%
家居产品中心	HMPRO TB Equity	-1.0%	-1.0%	-1.0%
资产世界公司	AWC TB Equity	-4.8%	-4.8%	-4.8%
奥兰集团	OLG SP Equity	-6.3%	-6.3%	-6.3%
云顶马来西亚	GENM MK Equity	-4.0%	-4.0%	-4.0%
Multistrada	MASA IJ Equity	0.0%	0.0%	0.0%
西贡啤酒饮料	SAB VN Equity	1.4%	1.4%	1.4%
DFI RETAIL集团	DFI SP Equity	7.1%	7.1%	7.1%
金光农业资源	GGR SP Equity	-8.5%	-8.5%	-8.5%
BERLI JUCKER PUBLIC	BJC TB Equity	-0.4%	-0.4%	-0.4%
SIAM GLOBAL HOUSE	GLOBAL TB Equity	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: bbg, HTI, 截至 2024 年 11 月 30 日

1. 经济数据：通货膨胀普遍走低

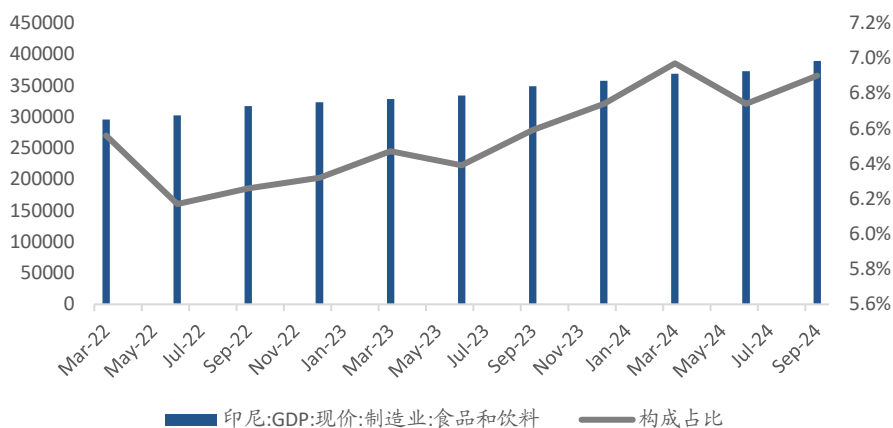
1.1 印尼：消费者信心指数达 2024 年 4 月以来最高

3Q24 印尼 GDP（不变价）同比增长 4.95%，未能达到 5%，低于 1Q24 的 5.11% 和 2Q24 的 5.05%，也是 3Q23 以来最低的季度增速。3Q24 食品饮料制造业 GDP（现价）构成占比为 6.9%，1Q24/2Q24 占比为 7.0%/6.7%。印尼中央统计局代理局长阿玛利亚表示，3Q24 经济增长偏低“符合季节性模式”，即三季度的经济增长大概率低于前两个季度。参照印尼 3Q23 经济增长为 4.94%，而 1Q23/2Q23 分别达到 5.17%/5.03%。3Q22 经济增长为 4.83%，低于 1Q22 和 2Q22 的 5.01% 和 5.44%。

数据显示，印尼 3Q24 有 8 个主要行业的增长低于整体经济增长率，其中包括对经济增长贡献最大的制造业，所占比重为 19.02%，仅增长 4.72%。其他增速低于整体经济增速的行业分别是农业、贸易业、采矿业、教育服务业等。而增速高于整体经济增速的行业包括建筑业、交通运输和仓储业、信息通信业、金融服务业、住宿和餐饮业、企业服务、健康服务业、其他服务业等。

家庭消费低迷是三季度经济增长疲软的主要原因之一。数据显示，家庭消费仍是国民经济的重要组成部分，所占比重达到 53.08%，但 3Q24 仅增长 4.91%，低于同期经济增长速度，延续了去年以来的消费疲软趋势。

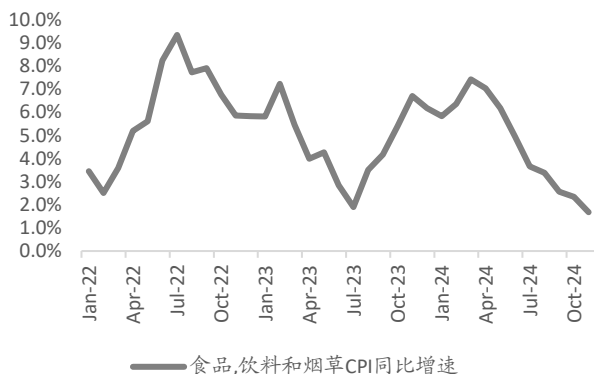
图 1 1Q22-3Q24 印尼食品饮料制造业 GDP 及占比情况



资料来源：印尼央行，wind，HTI

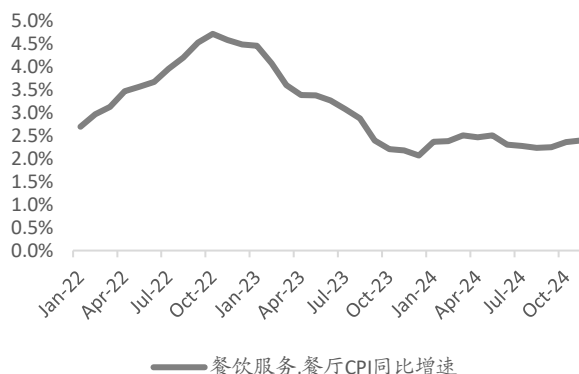
2024 年 11 月印尼 CPI 同比增长 1.55%，环比增长 0.3%。尽管全球经济形势波动，印尼的物价水平依旧展现出一定的韧性。环比增长主要受到食品、饮品及烟草类成本上升的推动，很多消费者在购买日常用品时会感受到价格变动带来的影响。尽管同比增幅相对温和，但物价上涨的迹象提醒政策制定者需要持续关注通货膨胀的动向。其中食品饮料及烟草 CPI 同比增长 1.68%，环比增长 0.78%。餐饮服务及餐厅 CPI 同比增长 2.40%，环比增长 0.17%。

图2 2022-至今印尼食品饮料和烟草通胀表现



资料来源：印尼央行，wind，HTI

图3 2022-至今印尼餐饮服务通胀表现



资料来源：印尼央行，wind，HTI

根据印尼央行，2024年11月印尼消费者信心指数为125.90，2023年同期为123.60。这是自4月份以来的最高读数，显示出消费者信心的显著增强。此外，消费者预期指数（IEK）也提升至138.3，高于上月的132.4。这表明消费者对未来的经济状况持乐观态度，预期收入、就业机会和商业活动将有所增加。在各类支出中，尤其是消费超过500万印尼盾的人群信心显著增强。印尼央行（BI）表示，消费者对经济状况保持乐观态度，当前的经济状况指数反映了这一点。

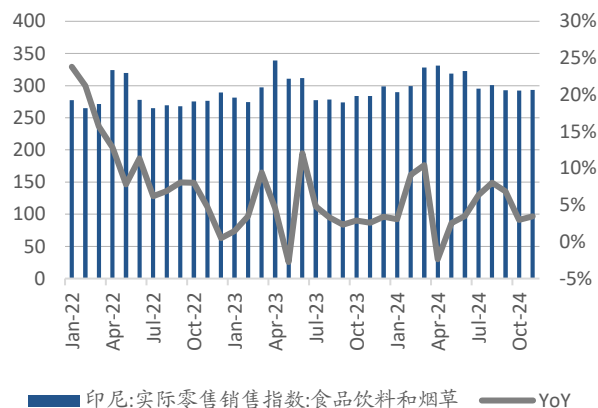
2024年11月食品饮料和烟草实际零售销售指数为293.40（2010年=100），同比增长3.46%。

图4 2022-至今印尼消费者信心指数



资料来源：印尼央行，wind，HTI

图5 2022-至今印尼食品饮料和烟草实际零售销售指数



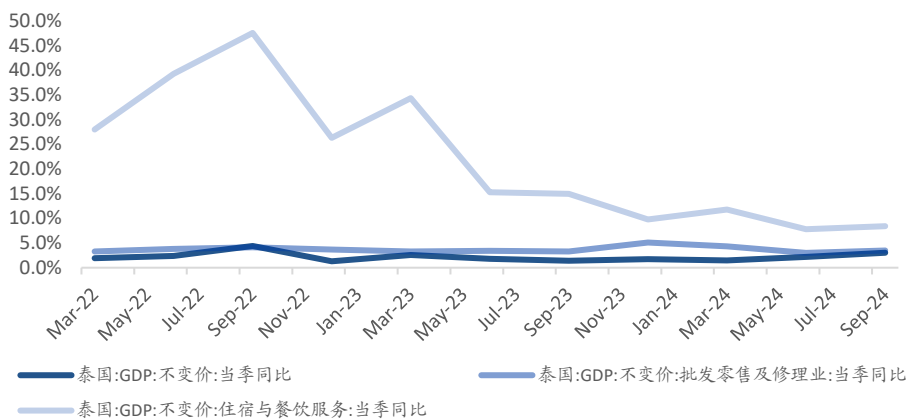
资料来源：印尼央行，wind，HTI

1.2 泰国：通胀水平持续低于预期，消费者信心持续提升

3Q24 泰国 GDP（不变价）同比增长 2.96%，预估增速为 2.4%。其中批零及修理行业 GDP 当季同比增长 3.50%，住宿与餐饮服务行业 GDP 当季同比增长 8.40%。

市场经济学家 Shivaan Tandon 表示，3Q24GDP 增长提速，且经济增长的回升具有广泛基础。此外，宽松的财政政策可能会在未来几个季度支持经济增长，特别是一旦政府的现金发放计划启动、帮助抵消旅游业放缓的影响。

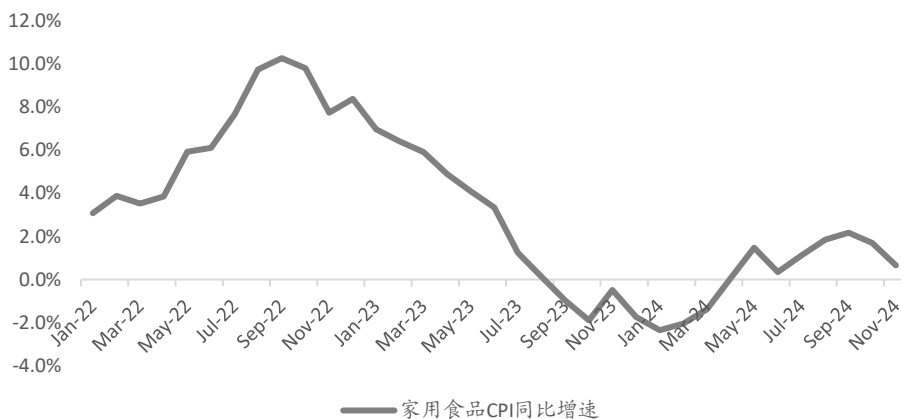
图 6 2022-至今泰国 GDP 增速表现



资料来源：泰国央行，wind，HTI

根据泰国央行，2024 年 11 月泰国 CPI 水平同比增长 0.95%，高于 10 月的 0.83%，但低于预期的 1.12%。这是自 5 月以来的最高通胀率。最新的数据仍然在央行全年 1%到 3%的目标范围之外。同时，剔除食品和能源等波动较大项目的核心通胀率上升至 0.80%，为 2023 年 7 月以来的最高记录，高于预期的 0.77%增长。其中家用食品 CPI 同比增长 0.66%，为截至目前 2024 年下半年的最低水平。

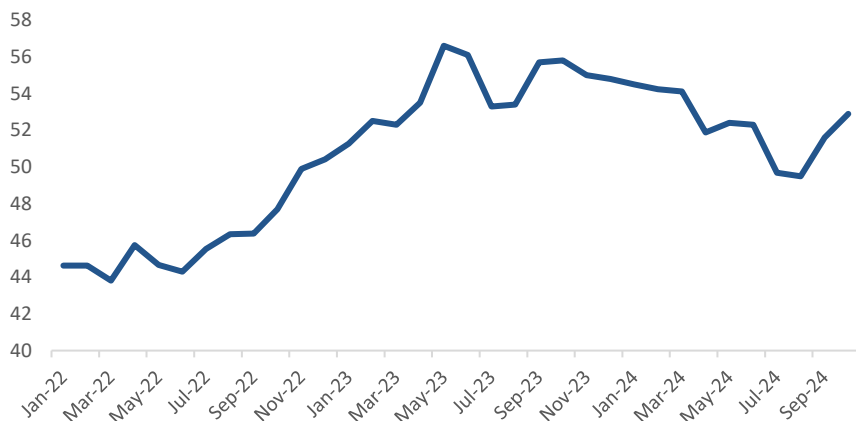
图 7 2022-至今泰国家用食品通货膨胀表现



资料来源：泰国央行，wind，HTI

根据泰国贸易和经济指标官方数据，2024 年 10 月泰国消费者信心指数为 52.9，2023 年同期为 55.8。消费者信心指数环比表现出明显提升趋势。

图 8 2022-至今泰国消费者信心指数



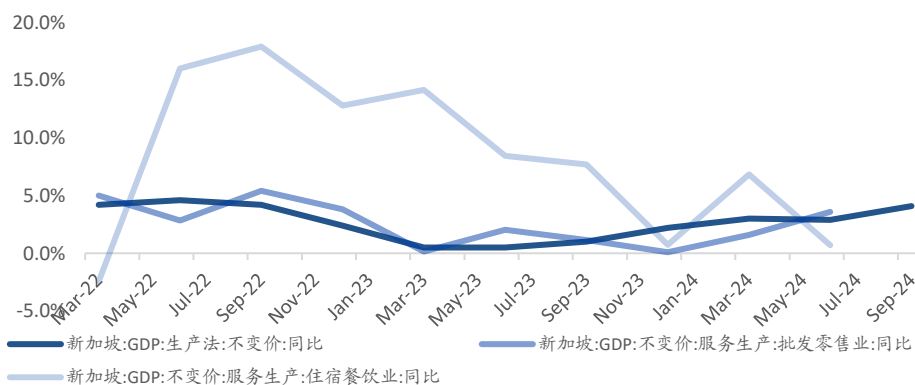
资料来源：泰国贸易和经济指标局，wind，HTI

1.3 新加坡：10 月食品饮料交易额增长提速

3Q24 新加坡 GDP（不变价）总计同比增长 4.1%，高于预估值 3.8%，环比增速为 2.1%，同样超出预期值 2.0%。这一增长主要得益于制造业的复苏，特别是电子集群，尤其是半导体行业，受益于全球需求回升，表现强劲。

新加坡政府部门表示，综合国内外各种因素对经济增长的影响，四季度如不出现大的意外，新加坡全年 GDP 增长 3% 以上的可能性很大。

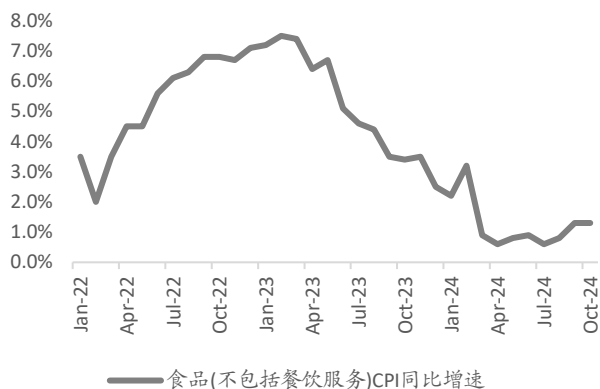
图 9 1Q22 至 3Q24 新加坡 GDP 增速表现



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

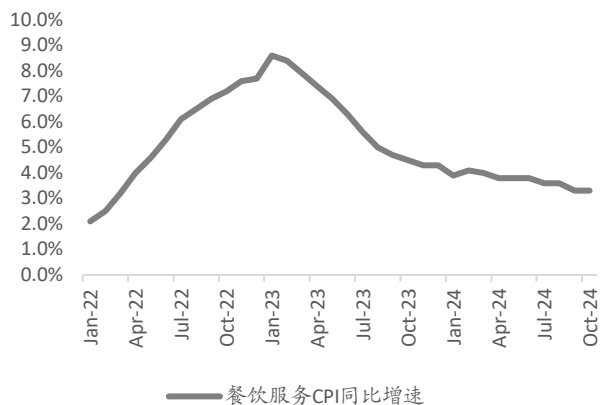
根据新加坡国家统计局数据，2024 年 11 月新加坡 CPI 水平同比增长 1.60%，低于市场预期的 1.8% 涨幅。食品通胀率降至 2.4%，服务业通胀率降至 2.2%，这两个因素是 11 月核心通胀下降的重要因素。

图10 2022-至今新加坡食品（不包括餐饮服务）通胀表现



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

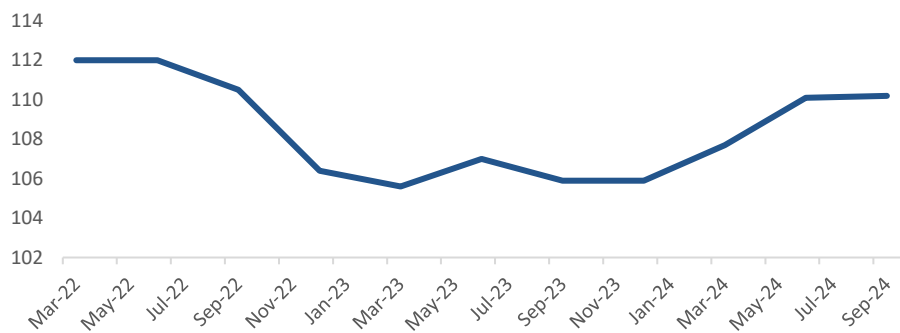
图11 2022-至今新加坡餐饮服务通胀表现



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

根据新加坡国家统计局数据，3Q24 新加坡综合领先指数（CLI）为 110.2（2015 年=100），2023 年同期水平为 105.9。虽然新加坡的 CLI 更侧重于工业与出口指标，但消费者信心和零售销售数据也是重要的判断依据。2024 年下半年，随着疫情后经济逐步复苏，消费支出可能会有所回升，推动内需增长。

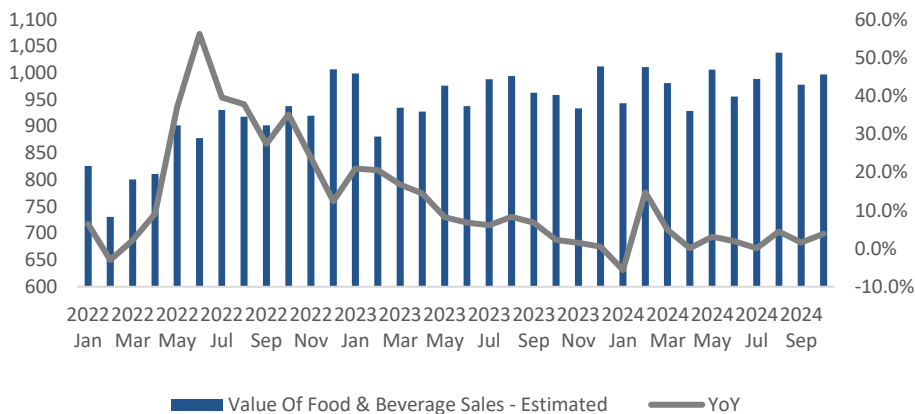
图 12 1Q22-3Q24 新加坡综合领先指数



资料来源：新加坡统计局，wind，HTI

根据新加坡国家统计局数据，2024 年 10 月新加坡的食品饮料交易额为 9.97 亿新币，同比增长 3.9%，环比增长 1.4%。其中线上销售占比为 24.4%。主要得益于机上餐饮以及活动餐饮的增长驱动，食品饮料交易额增长提速。2024 年 10 月，餐厅以及咖啡馆、餐饮广场和其他餐饮场所的营业额分别增长了 4.8%和 2.0%。相比之下，快餐店的营业额在此期间下降了 1.5%。

图 13 2010-至今新加坡食品饮料交易额月度数据（单位：百万新币）

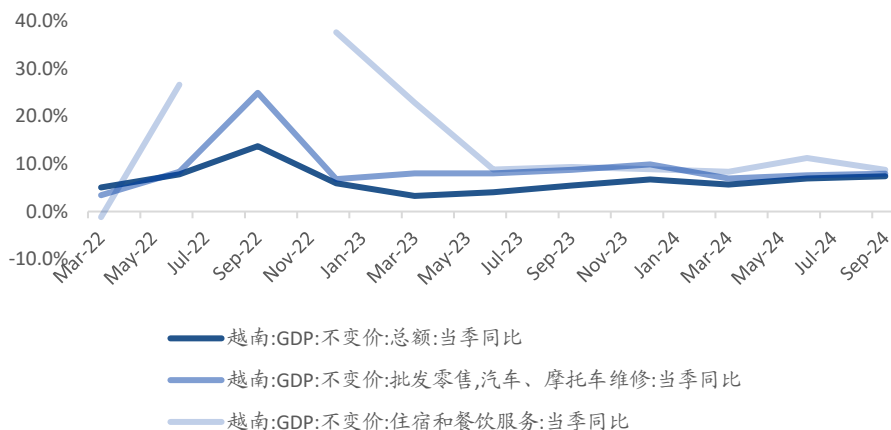


资料来源：新加坡国家统计局， HTI

1.4 越南：粮食与食品价格有所上涨，整体通胀稳定

3Q24 越南 GDP（不变价）总计，同比增长 7.4%。超出市场预期目标，并达到两年来的最高增速水平。按季节性看，2Q24 增速仅低于 2Q22（7.83%）。尽管致命的台风八木造成了严重的经济损失，以及今年来越南政坛动荡，更换了多位高层领导，但越南的经济后劲十足。强劲的消费、制造业和出口，弥补了自然灾害造成的严重损失。其中批零及维修行业 GDP 当季同比增长 8.0%，住宿餐饮服务行业 GDP 当季同比增长 8.8%。

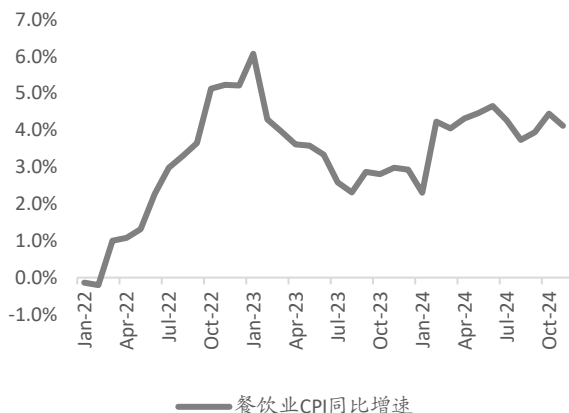
图 14 1Q22 至 3Q24 越南 GDP 增速表现（3Q22 住宿和餐饮服务 GDP 增速为 172.3%）



资料来源：越南统计局，wind，HTI

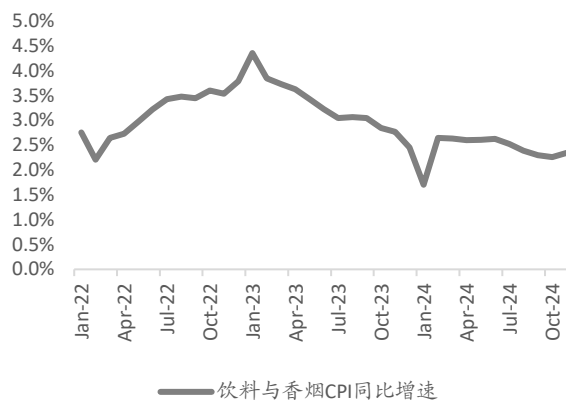
根据越南统计局，2024年11月越南CPI水平同比增长2.77%，环比增长0.13%。2024年前11月，CPI月均同比上涨3.69%，核心通胀率增长2.7%。这显示越南整体的年度通胀率保持在相对较低的水平，核心通胀率的增长也较为稳定。餐饮业CPI同比增速为4.45%，饮料与香烟的同比增速为2.26%。粮食与食品价格均有所上涨。

图15 2022-至今越南餐饮业通胀表现



资料来源：越南统计局，wind，HTI

图16 2022-至今越南饮料与香烟通胀表现

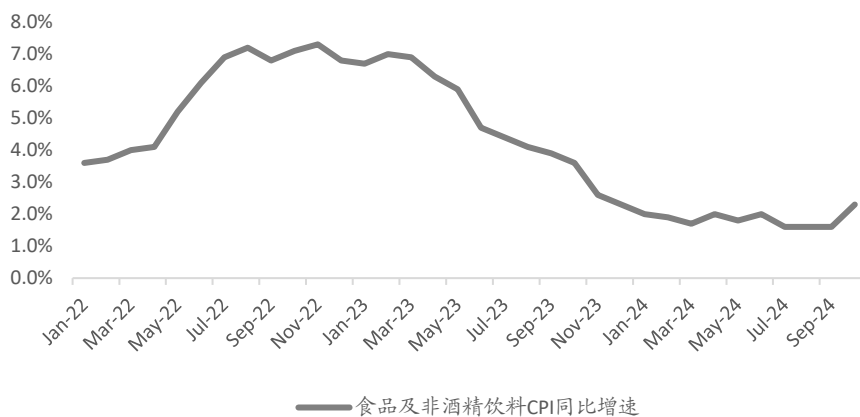


资料来源：越南统计局，wind，HTI

1.5 马来西亚：食品饮料销售指数增速扩张

根据马来西亚央行，2024年11月马来西亚CPI水平同比增长1.8%，环比下降0.1%，通胀持续处于较低水平。食品及非酒精饮料行业CPI同比增长2.6%，较10月的3.6%下降，这表明食品通胀压力有所缓解。

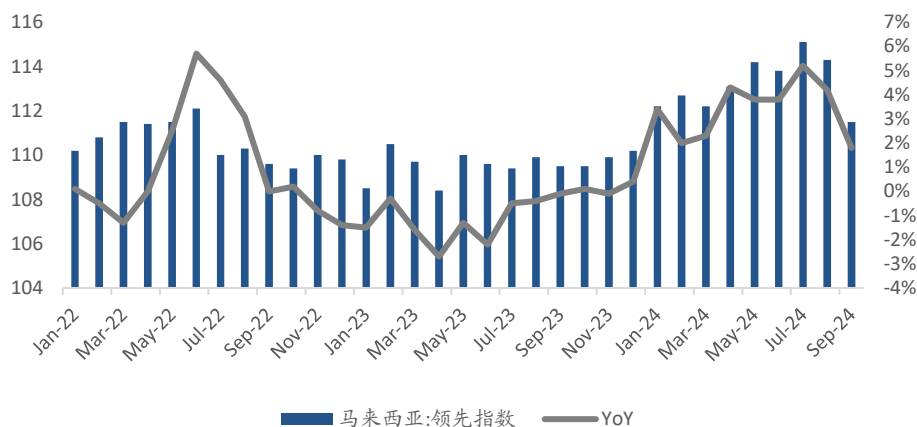
图17 2022-至今马来西亚食品及非酒精饮料通胀表现



资料来源：马来西亚统计局，wind，HTI

根据马来西亚国家统计局数据，2024 年 9 月马来西亚领先指数为 111.5（2015 年=100），同比增长 1.8%。在消费品和零售销售的推动下，尤其是在旅游和餐饮服务行业，消费者信心有所回升，这为未来的消费支出提供了支持。

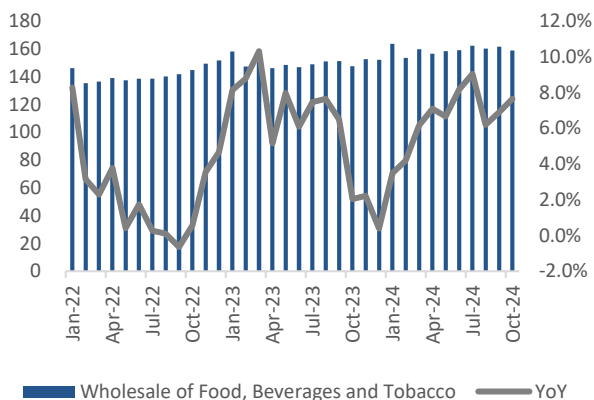
图 18 2022-至今马来西亚领先指数（2015 年=100）



资料来源：马来西亚统计局，wind，HTI

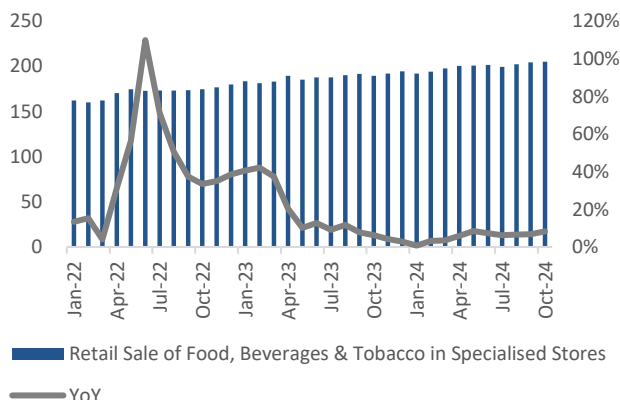
根据马来西亚国家统计局数据，2024 年 10 月批发板块食品饮料指数为 158.9（2015 年水平为 100），同比增长 7.6%；零售板块食品饮料指数为 205.0（2015 年水平为 100），同比增长 8.3%。

图 19 2018-至今马来西亚批发板块食品饮料指数（2015=100）



资料来源：马来西亚统计局，HTI

图 20 2018-至今马来西亚零售板块食品饮料指数（2015=100）



资料来源：马来西亚统计局，HTI

1.6 菲律宾：食品及非酒精饮料推动通胀有所反弹

根据菲律宾统计局，2024年11月CPI同比增长2.50%，高于10月的2.3%，超过预期的2.4%。这标志着三个月来的最高读数，显示出CPI同比有所上涨。食品通胀率从9月的1.4%连续两月攀升，至11月达到3.4%。谷物及其制品是推动食品通胀的主要因素，对食品通胀的贡献率达44.2%。近期频发的台风对菲律宾食品供应和物流造成一定冲击，进一步推高了食品价格。菲律宾政府正密切关注商品价格波动，尤其是食品类商品，并预计12月通胀率将保持稳定，全年平均通胀率将在3.1%至3.3%之间，继续处于政府设定的2%至4%目标区间内。

图21 2022-至今菲律宾食品及非酒饮料通胀表现

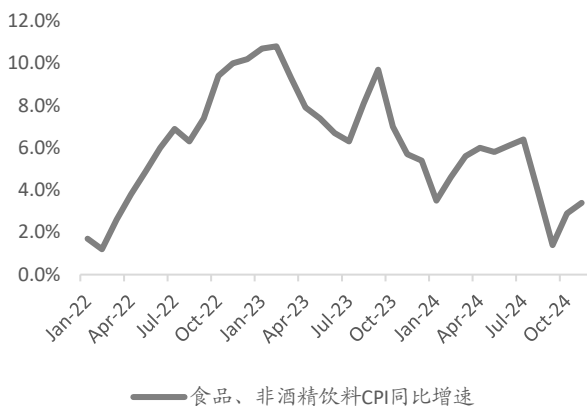
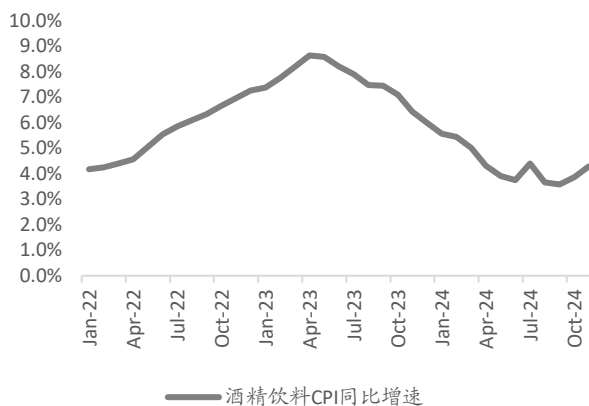


图22 2010-至今菲律宾酒精饮料通胀表现

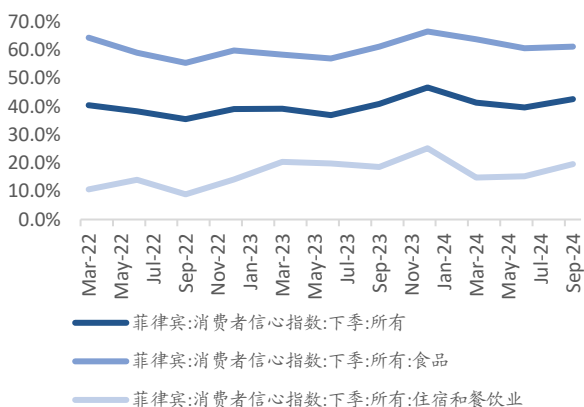


资料来源：菲律宾统计局，wind，HTI

资料来源：菲律宾统计局，wind，HTI

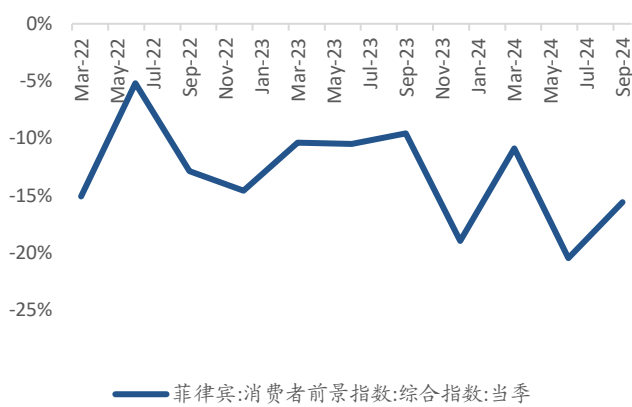
根据菲律宾央行数据，3Q24 菲律宾消费者信心指数（下季）水平为 42.60%，其中食品行业指数为 61.10%，住宿和餐饮行业指数为 19.50%，3Q23 期间水平分别为 40.90%/61.10%/18.60%。此外，3Q24 菲律宾消费者前景指数（当季）水平为 -15.60%，1Q23 期间水平为 -19.00%。

图23 1Q22-3Q24 菲律宾消费者信心指数（下季）



资料来源：菲律宾央行，HTI

图24 1Q22-3Q24 菲律宾消费者前景指数（当季）



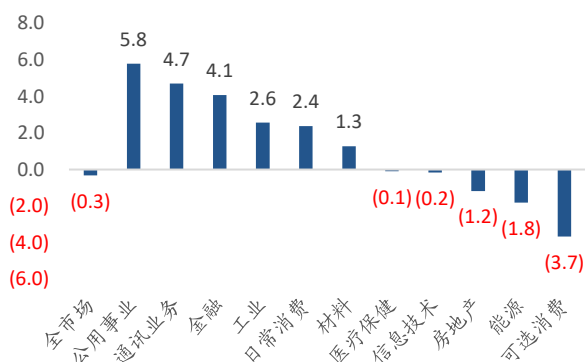
资料来源：菲律宾央行，HTI

2. 资本市场：11月消费表现存在差异，估值分位水平多数下降

2.1 涨跌幅度：马来消费表现优于大盘，印尼与新加坡必选跑赢大盘

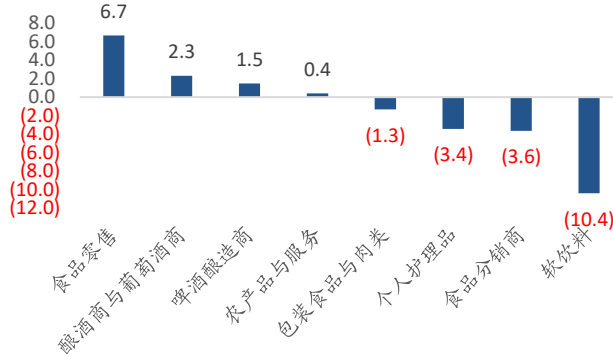
从新加坡一级行业涨跌幅来看，11月公用事业(+5.8%)涨幅居前。日常消费品/可选消费+2.4%/-3.7%，分别跑赢/跑输大盘(+2.3%)。日常消费品子行业中食品零售(+6.7%)涨幅居前，软饮料(-10.4%)跌幅最大。

图25 11月新加坡一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI

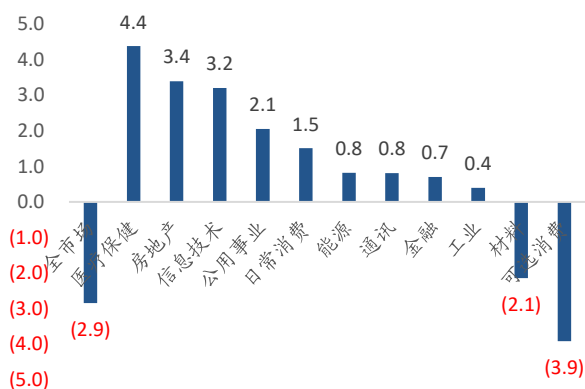
图26 11月新加坡日常消费品子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI

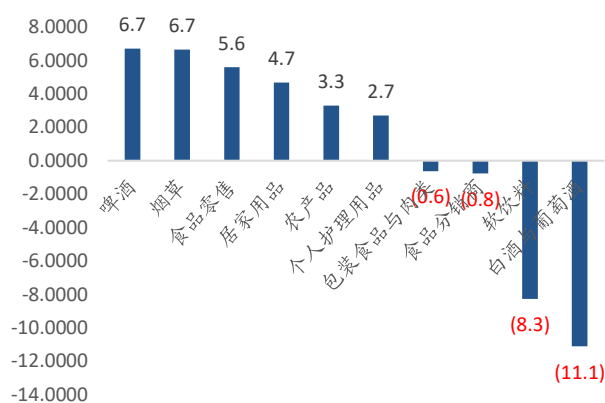
从马来西亚一级行业涨跌幅来看，11月医疗保健(+4.4%)涨幅居前。可选/日常消费品涨幅-3.9%/+1.5%，均跑赢大盘(-0.5%)，日常消费子行业中，啤酒/烟草涨幅居前，涨幅分别为+6.7%/6.7%，白酒及葡萄酒/软饮料跌幅居前，涨幅分别为-11.1%/-8.3%。

图27 11月马来西亚一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI

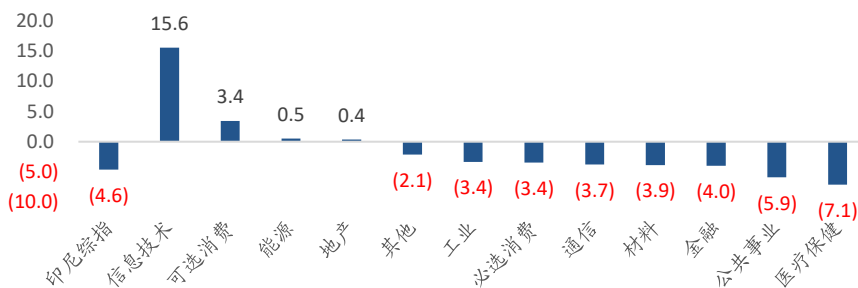
图28 11月马来西亚日常消费品子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI

从印尼一级行业涨跌幅来看，11月信息技术涨幅居前。必选消费/可选消费行业-3.4%/+3.5%，均跑赢大盘（-4.6%）。

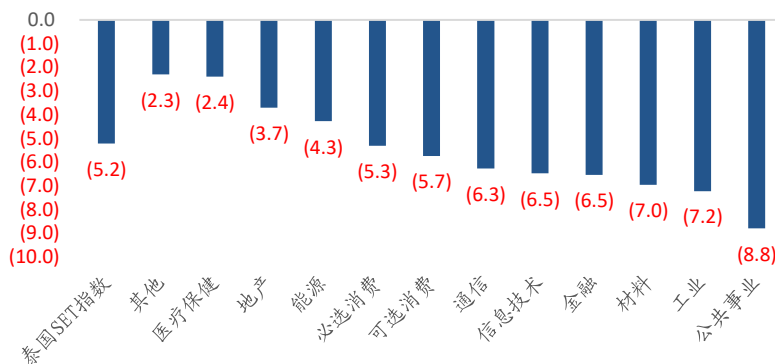
图29 11月印尼一级行业涨跌幅（%）



资料来源: bbg, wind, HTI

从泰国一级行业涨跌幅来看，11月全盘收跌，公共事业工业及材料跌幅居前。必选消费/可选消费涨幅-5.3%/-5.7%，均跑输泰国 SET 指数（-5.2%）。

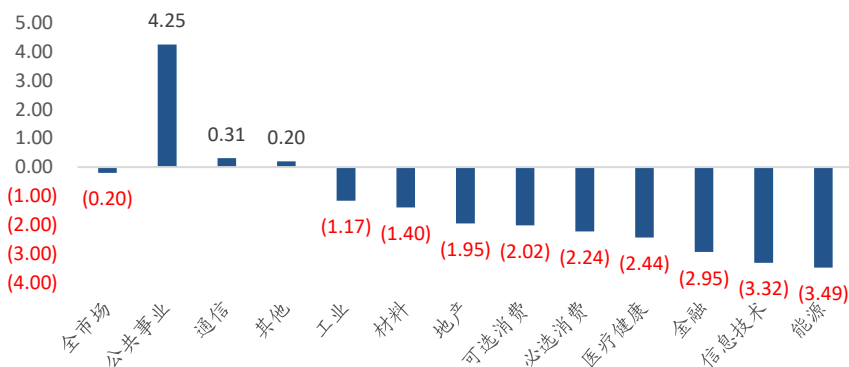
图30 11月泰国一级行业涨跌幅（%）



资料来源: bbg, wind, HTI

从越南一级行业涨跌幅来看，11月公共事业涨幅居前，必选消费/可选消费板块-2.2%/-2.0%，均跑输大盘（-0.2%）。

图31 11月越南一级行业涨跌幅（%）

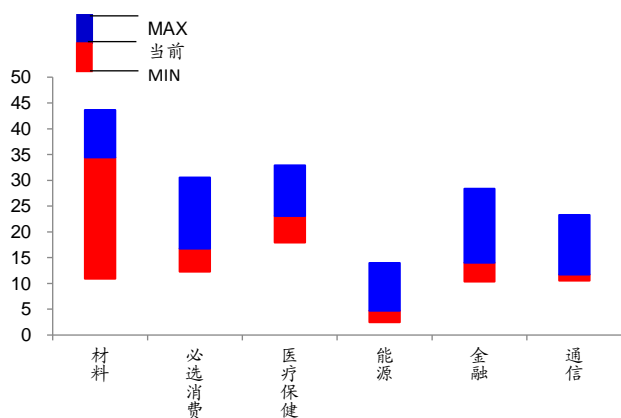


资料来源: bbg, HTI

2.2 估值水平：仅越南必需消费估值提升

截至 2024 年 11 月末，印尼一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来 10% 以下的行业仅有通信 (5%)、金融 (8%)、医疗保健 (9%)。必需消费的 PE 历史分位数为 26%，2019 年至今最高/最低水平分别为 30.5X/12.3X。

图32 印尼市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源：彭博，HTI

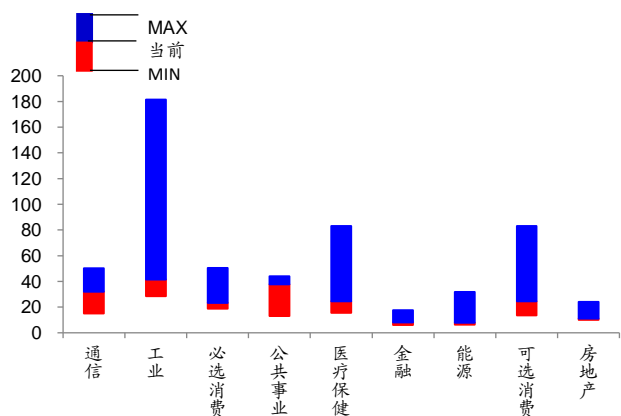
图33 印尼必需消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

截至 2024 年 11 月末，泰国一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来 10% 以下的行业包括房地产 (3%)。必需消费/可选消费的 PE 历史分位数为 19%/36%。2019 年至今，必需消费最高/最低水平分别为 50.5X/18.9X；可选消费最高/最低水平分别为 83.1X/13.5X。

图34 泰国市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源：彭博，HTI，工业剔除了 2023-2 至 2023-5 之间估值大于 1000 的部分，可选消费剔除了 2022-5 至 2022-8 之间估值大于 300 的部分

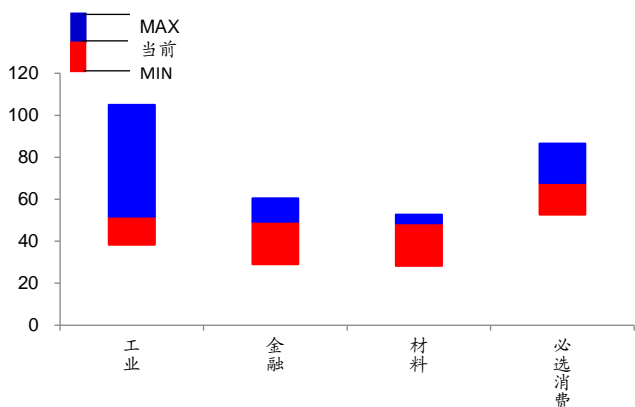
图35 泰国必需消费板块 PE 走势



资料来源：彭博，HTI

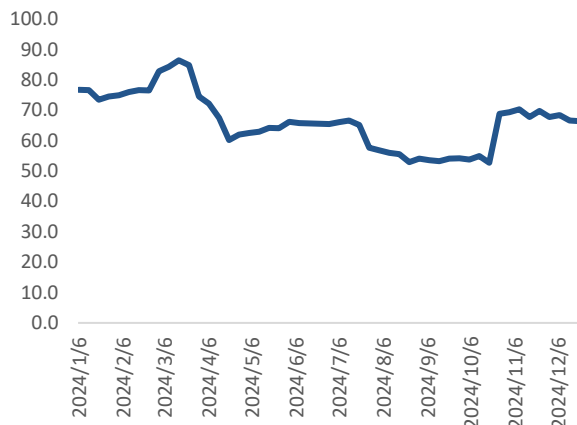
截至 2024 年 11 月末，越南一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2024 年以来相对低位的行业有金融 (35%)，必需消费 2024 年初至今最高/最低水平分别为 86.5X/52.7X，目前处于 63% 的历史分位。

图36 越南市场一级行业市盈率处于 2024 年以来绝对位置



资料来源：彭博，HTI

图37 越南可选消费板块 PE 走势

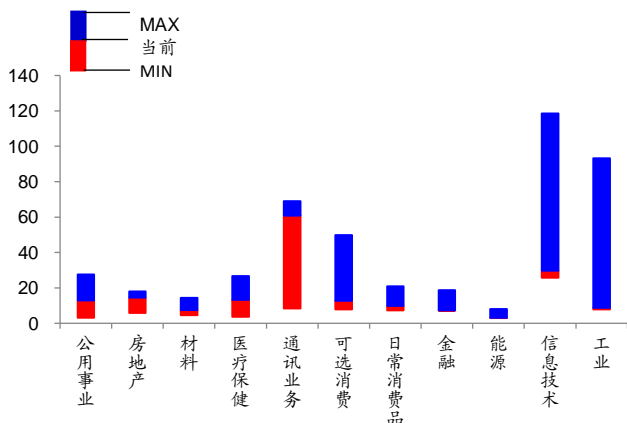


资料来源：彭博，HTI

截至 2024 年 11 月末，新加坡一级行业中，PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来 90% 以上的行业有通讯 (95%)，历史估值水平较低的有金融 (2%)、可选消费 (4%)、能源 (5%) 与工业 (8%)。可选/日常消费的 PE 历史分位数为 4%/27%。2019 年至今，可选消费最高/最低水平分别为 49.9X/7.9X；日常消费最高/最低水平分别为 20.8X/7.3X。

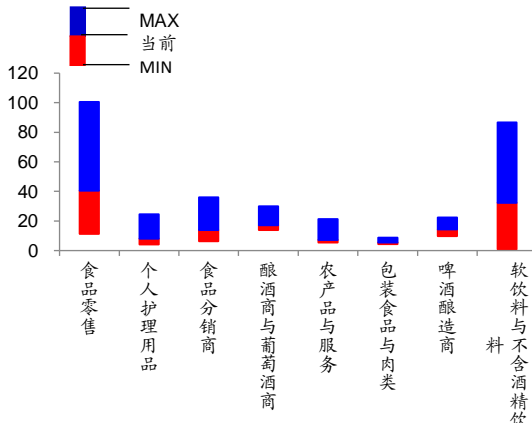
新加坡日常消费品子行业 PE 历史分位数处于 2019 年以来较低的是农产品与服务 (22%)。PE 绝对值最低的行业分别是包装食品与肉类 (5.5X) 与农产品与服务 (7.2X)。

图38 新加坡市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



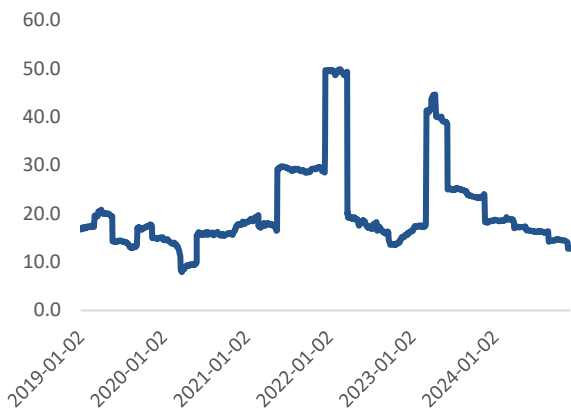
资料来源：wind，HTI，能源剔除了 2019-1-1 至 2022-9 之间估值大于 400 的部分

图39 新加坡日常消费子行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源：wind，HTI

图40 新加坡可选消费板块 PE 走势



资料来源: wind, HTI

图41 新加坡日常消费板块 PE 走势

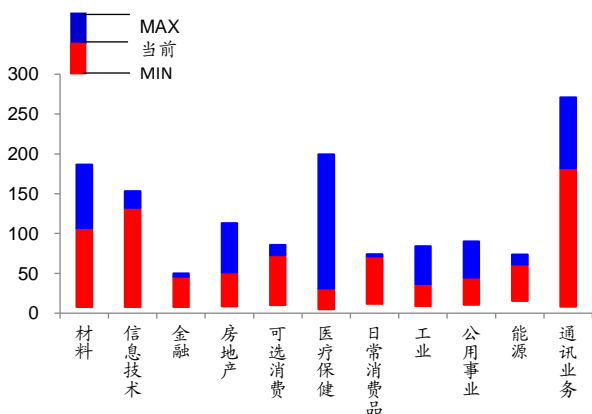


资料来源: wind, HTI

截至 2024 年 11 月末, 马来西亚一级行业中, 公用事业 PE (TTM) 历史分位数处于 2019 年以来的 88%, 材料处于 88%, 医疗保健处于 45%, 其余板块均处于 2019 年以来 90% 以上。可选消费/日常消费 PE 历史分位数为 96%/97%。2019 年至今日常消费板块 PE 最高/最低水平分别为 73.6X/11.9X, 可选消费板块 PE 最高/最低水平分别为 85.7X/10.1X。

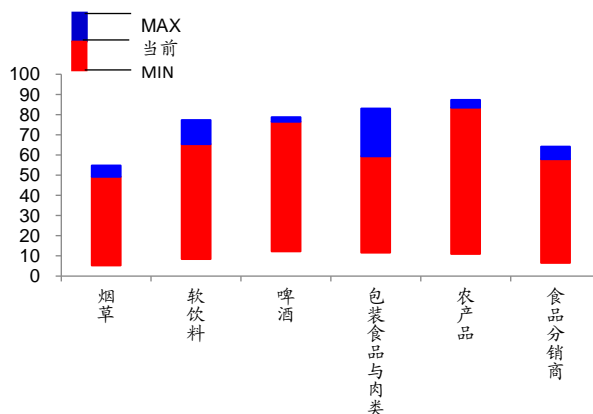
马来西亚日常消费品子行业 PE 历史分位数均处于 2019 年以来较低的有食品分销商 (75%), 其余板块均处于 2019 年来的 85% 以上水平。PE 绝对值最低的行业分别是烟草 (49.2X) 与食品分销商 (57.9X)。

图42 马来西亚市场一级行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



资料来源: wind, HTI, 医疗保健剔除了 2024-3 至 2024-4 之间估值大于 400 的部分

图43 马来西亚日常消费子行业市盈率处于 2019 年以来绝对位置



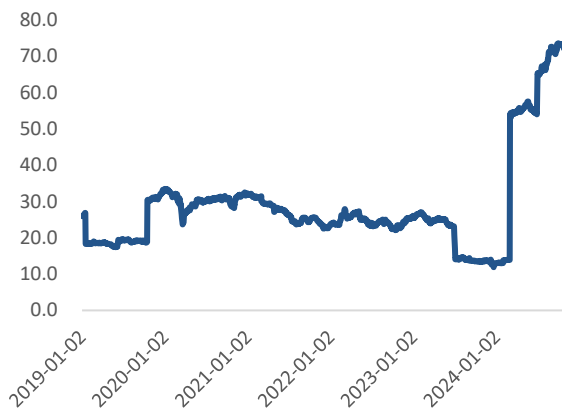
资料来源: wind, HTI

图44 马来西亚可选消费板块 PE 走势



资料来源: wind, HTI

图45 马来西亚日常消费板块 PE 走势

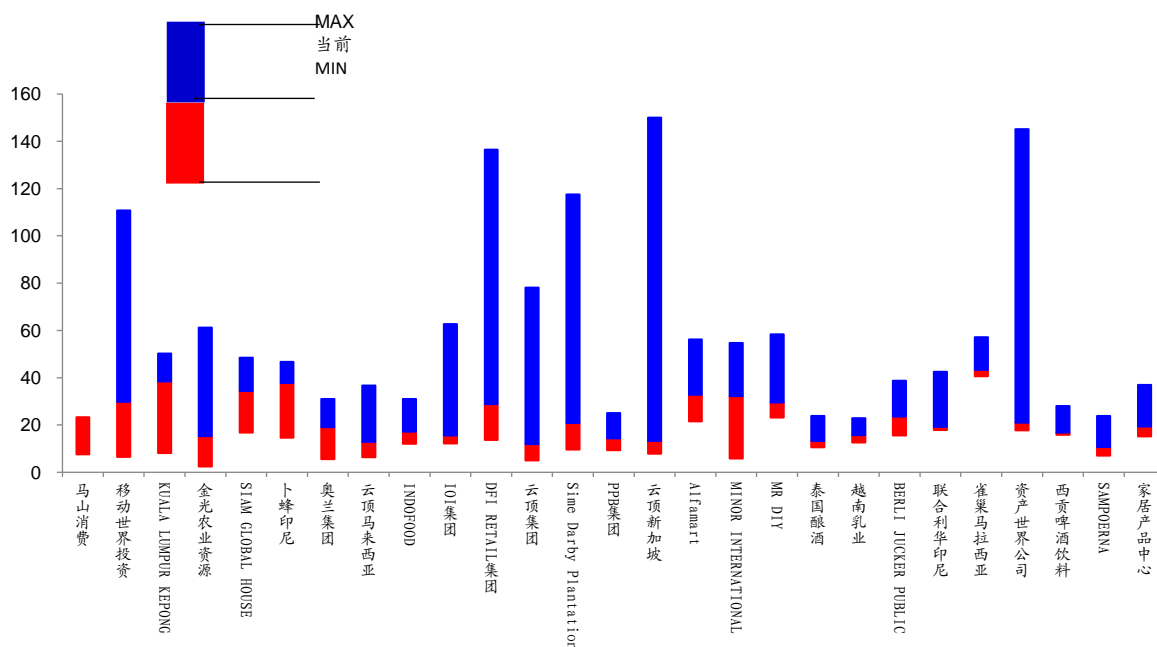


资料来源: wind, HTI

2.3 公司表现: 超半数公司市盈率分位数处于 2019 年以来 50%以下

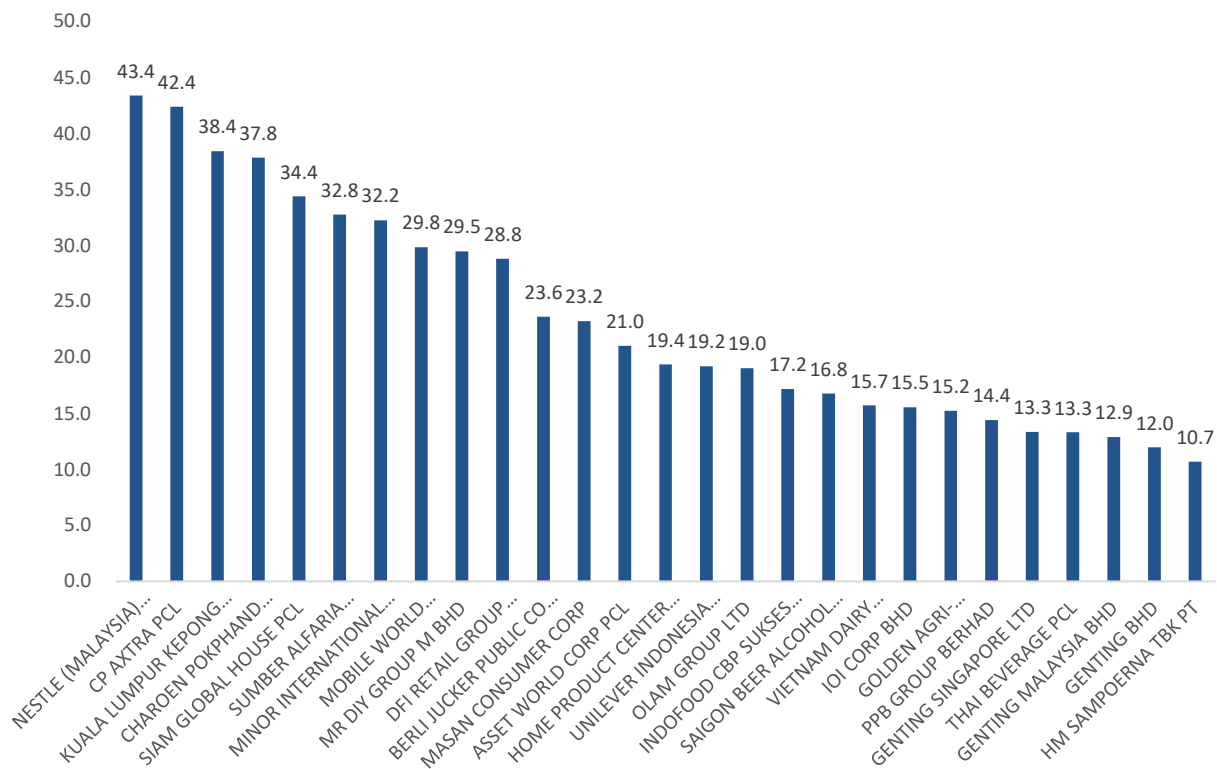
截至 2024 年 11 月末, 东南亚消费重点个股中, PE (TTM) 历史分位数高于 90%的有 Masan Consumer (100%) 与卜蜂印尼 (91%)。

图46 东南亚消费板块重点个股市盈率 (TTM) 处于 2019 年以来目前绝对位置



资料来源: bbg, HTI, 数据截至 2024 年 11 月 30 日, 剔除资产世界公司 (2021.9-2021.12)、金光农业资源 (2019.3-2019.6)、Sime Darby Plantation (2019.12-2020.3)、MINOR INTERNATIONAL (2022.9-2022.12)、资产世界公司 (2019.10-2019.12, 2020.6-2020.9, 2022.1-2022.3)、移动世界投资 (2023.12-2024.3)、云顶马来西亚 (2022.9-2022.12) 的异常数据,

图47 东南亚消费板块重点个股最新 PE 水平 (TTM)



资料来源: bbg, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

2.4 重要新闻

表 8 东南亚消费行业重要新闻

日期	事件及链接
11月2日	新加坡超市连锁 Cold Storage 推出了自家品牌的有机产品线，回应消费者对健康食品的需求。该公司还在其线上平台推出了更多的生鲜配送服务，以促进家庭消费。（Cold Storage）
11月2日	CP Group 旗下的 7-Eleven 在泰国推出了一项新的数字支付平台，旨在通过便捷的支付体验吸引更多消费者。该平台支持 QR 码支付，推动了线下便利店的消费增长。（wind）
11月5日	泰国零售巨头 Central Group 和 The Mall Group 继续扩展其线上线下融合的零售战略，推动消费复苏。两家公司在各自的购物中心和电商平台上推出更多促销活动，以吸引消费者。（Central Group）
11月6日	Parkson 购物中心在马来西亚开设了新的一站式零售体验店，结合了高端零售、餐饮和娱乐设施，吸引了大量消费者前来体验。该公司还计划将这一模式扩展到其他城市。（Parkson Malaysia）
11月8日	新加坡零售巨头 FairPrice Group 宣布与多个品牌合作，推出环保产品系列，旨在迎合日益增长的绿色消费趋势。该公司还继续扩大其线上平台，提升电商业务的占比。（FairPrice Group）
11月10日	菲律宾知名零售商 Puregold Price Club 宣布将进一步扩展其线上购物平台，并加大对冷链物流的投资，以提升生鲜食品的配送效率。该公司还计划推出更多价格优惠活动。
11月12日	马来西亚 Digi Telecommunications 推出新的移动支付解决方案，旨在促进消费者通过手机支付日常消费，尤其是在食品和零售领域。该公司还积极推动与本地零售商的合作，提升支付系统的普及度。（Digi Telecommunications）
11月15日	菲律宾 SM Investments Corporation 在其旗下的 SM Retail 部门扩展了线上购物平台，并推出新的折扣活动，以刺激消费者需求。SM 还宣布投资新的物流基础设施，以应对电商需求的增长。（SM Investments Corporation）
11月18日	印尼最大的电子商务平台之一 Tokopedia 与多个本地品牌合作，推出了针对家庭消费的促销活动，主要针对食品、日用商品和家电，推动线上消费增长。（Tokopedia）
11月25日	Shopee 和 Lazada 继续主导东南亚电商市场，在 2024 年 11 月的促销季节推出了一系列跨境电商活动，吸引了大量消费者在线购买日用商品、食品和服饰。（wind）

资料来源：公开资料整理，HTI

3. 风险提示

通货膨胀风险：东南亚国家目前供需不平衡导致商品价格上涨从而可能面临通货膨胀等问题，这可能给投资带来不确定性。

汇率风险：对于以东南亚资本市场标的公司，汇率波动将直接影响其投资收益。

可操作性风险：东南亚国家的基础设施和市场透明度可能还不够完善，投资者可能面临操作难度。

社会和文化风险：东南亚国家的文化和社会习俗可能与投资者所在国家有所不同，这可能对商业运营和人才管理带来挑战。

自然灾害和环境风险：一些东南亚国家可能面临地震、台风、洪涝等自然灾害，以及环境污染等问题，这可能对投资造成损失。

APPENDIX 1

Summary

CPI: Inflation in Thailand, Singapore, and Malaysia remains subdued, while the Philippines has experienced a notable rebound. Thailand's CPI increased by 0.95% YoY, surpassing October's 0.83% but falling short of the anticipated 1.12%. Singapore's CPI rose by 1.60% YoY, lower than the expected 1.8%, potentially allowing for a rate cut by the central bank in January. Malaysia's CPI recorded a 1.8% YoY increase, with inflation in food and services easing. The Philippines saw a 2.50% YoY CPI increase, higher than October's 2.3%, primarily driven by food prices amid supply chain disruptions caused by typhoons. The Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP) may implement another rate cut in December, following reductions in August and October.

Consumption: Consumer sentiment has strengthened across the region. Indonesia's Consumer Confidence Index rose to 125.90 in November, its highest level since April, signaling improved consumer confidence. Thailand's Consumer Confidence Index for October rose to 52.9, reflecting a positive trend. In Singapore, the food and beverage sector saw a 3.9% YoY growth in October, indicating robust consumption in this segment.

Stock Market: In November, consumer sectors in Indonesia, Malaysia, and Singapore outperformed the broader market, while those in Vietnam and Thailand lagged behind. In Indonesia, the essential and discretionary consumer sectors posted gains of 3.5% and a loss of 3.4%, respectively, outperforming the market, which fell 4.6%. Malaysia's daily consumer sector rose by 1.5%, while the discretionary sector declined by 3.9%, both outperforming the broader market (-0.5%). Singapore's daily and discretionary sectors saw gains of 2.4% and losses of 3.7%, respectively, with the daily sector outperforming the market (+2.3%).

Valuation: Only Vietnam's essential consumer sector saw an increase in valuation. As of November 2024, Vietnam's essential consumer sector was at the 63rd percentile of its historical valuation range, reflecting an upward trend. In contrast, valuations in other regional consumer sectors generally declined from October levels. Since 2019, the essential consumer PE historical percentile in Indonesia stands at 26%, in Thailand at 19% for essential and 36% for discretionary sectors, in Singapore at 4% for discretionary and 27% for daily sectors, and in Malaysia at 97% for daily and 96% for discretionary sectors, indicating a broad decline in valuation levels.

Risk Considerations: Key risks include inflationary pressures, exchange rate fluctuations, operational uncertainties, socio-cultural factors, and natural disaster

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，闻宏伟，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, Hongwei Wen, 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，宋琦，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, Qi Song, 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).

MNSO.US 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

MNSO.US is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

海通在过去 12 个月中获得对 MNSO.US 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to MNSO.US.

海通预计将(或者有意向)在未来三个月内从 MNSO.US 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 MNSO.US.

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.

评级分布 Rating Distribution

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

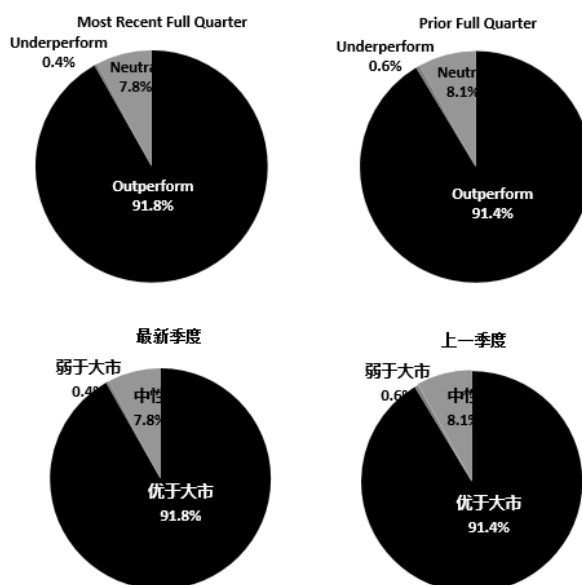
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

Ratings Distribution



截至 2024 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	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	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 September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“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外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001（“FAA”）定义的豁免财务

顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6713 0473

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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