

非银金融行业跟踪周报 20230501-20230507

保险板块负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵

增持（维持）

2023年05月07日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

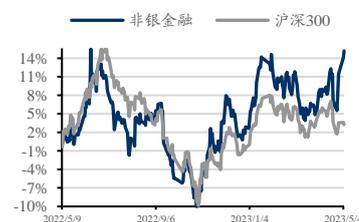
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

投资要点

- **保险板块近期涨势喜人。**本周（05.01-05.05）上证指数上涨0.34%，金融指数上涨1.95%，非银金融板块上涨3.29%，其中券商板块上涨2.80%，保险板块上涨4.05%。保险板块在资产负债两端预期提升下共振表现，领涨金融板块。4月以来，寿险板块个股均有亮眼涨幅表现，新华保险IQ23业绩预增公告披露后点燃板块业绩强修复预期，龙头中国平安近年来首次涨停提高市场对板块关注度，步入5月以来本轮NBV修复最强音中国太保迭创反弹新高彰显负债端修复主逻辑。
- **我们认为本轮保险股反弹的胜负手已不再是资产端，而是负债端，负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵。**疫情三年以来，行业负债端持续低迷，2022年A股上市险企NBV仅为2019年的45.2%，若2023年恢复到2019年的50%，对应2023年NBV同比增速为10.5%；若2023年恢复到2019年的60%，对应2023年NBV同比增速为32.6%。低基数效应仍将延续至全年底。
- **负债端复苏的信心正在积累，从储蓄型业务和银保渠道放量向价值型业务逐步过渡。**2022年末以来，保险股领涨金融板块和市场反攻号角，我们在年度策略中旗帜鲜明提出资产端底部反转是短期估值修复的核心。2023年3月以来，负债端拐点正在验证，随着疫情放开影响不断深化，代理人逐步复工复产，各大险企积极备战二阶段开门红，需求逐步释放。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓，寿险拐点年务必重视。预定利率调整影响“短空长多”：从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及10年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免，预计2Q22价值增速进一步提升。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。炒停本身不能带来业绩的持续改善，但从供给侧提升队伍的收入和展业信心。一方面，疫情三年以来队伍和客户面对面沟通减少，预定利率下调预期下产品有涨价压力，客户咨询购买意愿提升；另一方面，队伍收入企稳有助于提升代理人信心，新增入口有望打开，迎来队伍管理正循环。我们预计二季度新单放量有助于提升代理人收入并稳定队伍信心，助力下半年价值型业务放量表现。
- **投资建议：负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵，添酒回灯重开宴。**保险作为宏观经济复苏直接受标的，一季报无论是量还是质在金融各子板块中可圈可点，当前板块P/EV仍处于历史低位（平均0.6倍，分位数10%以下），**推荐顺序：中国太保、中国平安、中国财险、中国人寿和新华保险。**
- **风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。
- **流动性及行业高频数据监测：**

行业走势



相关研究

《负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵》

2023-05-04

《证券行业 2022 年报&2023 年一季报综述：盈利拐点显现，全面复苏可期》

2023-05-04

高频数据监测

高频数据监测	本周	上周环比	2022 同期比
中国内地日均股基成交额（亿元）	12,309	0.12%	0.34%
中国香港日均股票成交额（亿港元）	640	-16.63%	-11.43%
两融余额（亿元）	16,175	0.03%	6.98%
基金申购赎回比	0.92	1.33	1.08
开户平均变化率	61.74%	1.81%	14.05%

数据来源：Wind, Choice, 东吴证券研究所

注：中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额 2022 同期比为 2023 年初至今日均相较 2022 年同期日均的同比增速；基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022 年同期比分别为上周与 2022 年同期（年初至截止日）的真实数据（比率）

内容目录

1. 一周数据回顾	4
1.1. 市场数据	4
1.2. 行业数据	4
2. 重点事件点评	7
2.1. 证券行业 2022 年报&2023 年一季报综述：盈利拐点显现，全面复苏可期.....	7
2.2. 保险大涨快评：负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵	8
3. 公司公告及新闻	9
3.1. 14 家再保险最新业绩出炉，首季保费增近一成，净利翻番	9
3.2. 国资委印发《中央企业债券发行管理办法》	10
3.3. “北向互换通”交易将于 5 月 15 日启动	11
3.4. 上市公司公告	12
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: 市场主要指数涨跌幅	4
图 2: 2021/01~2023/04 月度股基日均成交额 (亿元)	5
图 3: 2021/03~2023/05 日均股基成交额 (亿元)	5
图 4: 2019.01.02~2023.05.05 沪深两市前一交易日两融余额 (单位: 亿元)	5
图 5: 2021.01.04~2023.05.05 基金申购赎回情况	6
图 6: 2021.01.04~2023.05.05 预估新开户变化趋势	6
图 7: 2021.01.08~2023.05.05 证监会核发家数与募集金额	7

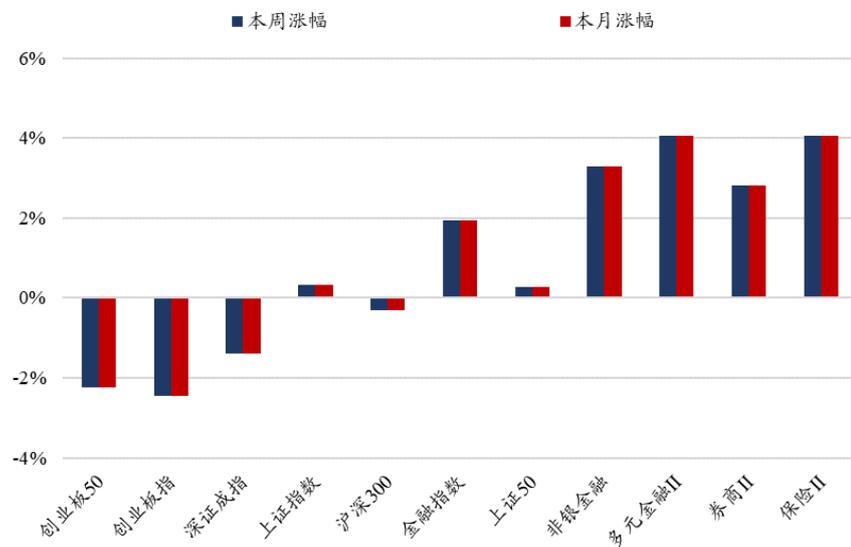
1. 一周数据回顾

1.1. 市场数据

截至 2023 年 05 月 05 日，本周（05.01-05.05）上证指数上涨 0.34%，金融指数上涨 1.95%。非银金融板块上涨 3.29%，其中券商板块上涨 2.80%，保险板块上涨 4.05%。

沪深 300 指数期货基差：截至 2023 年 05 月 05 日收盘，IF2204.CFE 贴水 0 点；IF2205.CFE 贴水 0 点；IF2206.CFE 贴水 0 点；IF2209.CFE 贴水 0 点。

图 1：市场主要指数涨跌幅

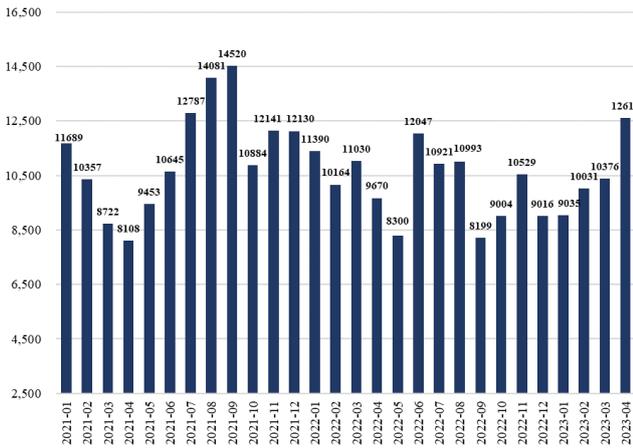


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 行业数据

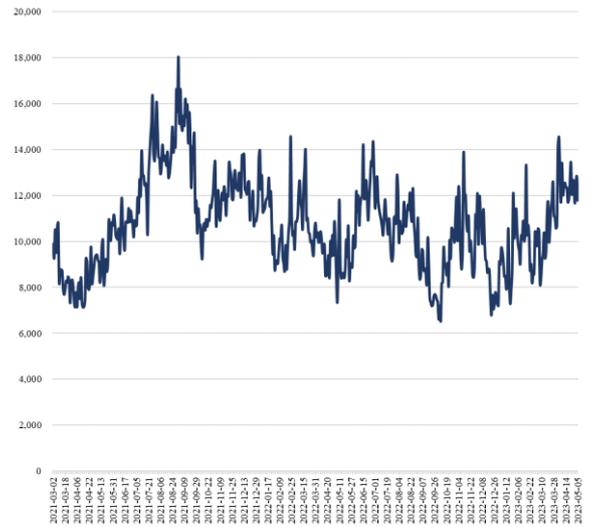
截至 2023 年 05 月 05 日，本周股基日均成交额 12309.12 亿元，环比+0.12%。年初至今股基日均成交额 10602.58 亿元，较去年同期同比+0.34%。2023 年 04 月中国内地股基日均同比+30.50%。

图 2：2021/01~2023/04 月度股基日均成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：数据为中国内地股基日均成交额

图 3：2021/03~2023/05 日均股基成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 05 月 05 日，沪深两市前一交易日两融余额/融资余额/融券余额分别为 16175/15245/930 亿元，较月初分别 0.00%/0.00%/0.00%，较年初分别+4.68%/+5.18%/-2.76%，同比分别+6.98%/+6.33%/+18.82%。

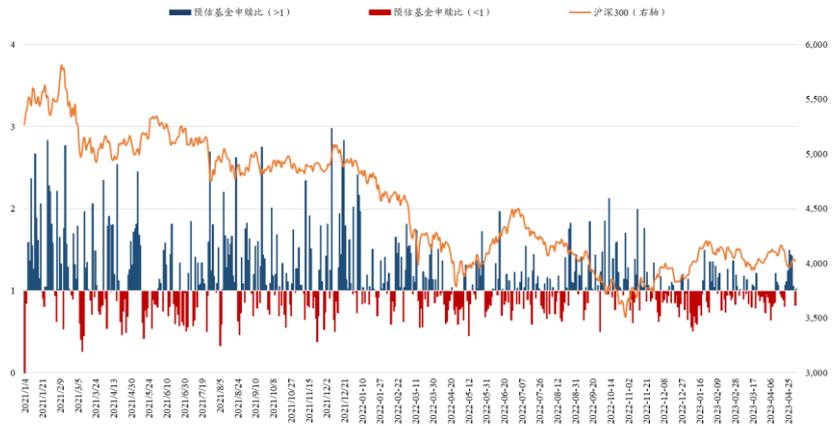
图 4：2019.01.02~2023.05.05 沪深两市前一交易日两融余额（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 2023 年 05 月 05 日，近三月（2023 年 2 月~2023 年 5 月）预估基金平均申赎比为 1，预估基金申赎比的波动幅度达 22.01%，市场情绪相对稳定。截至 2023 年 05 月 05 日，本周（05.01-05.05）基金申购赎比为 0.92，上周为 1.33；年初至今平均申购赎比为 0.98，2022 年同期为 1.08。

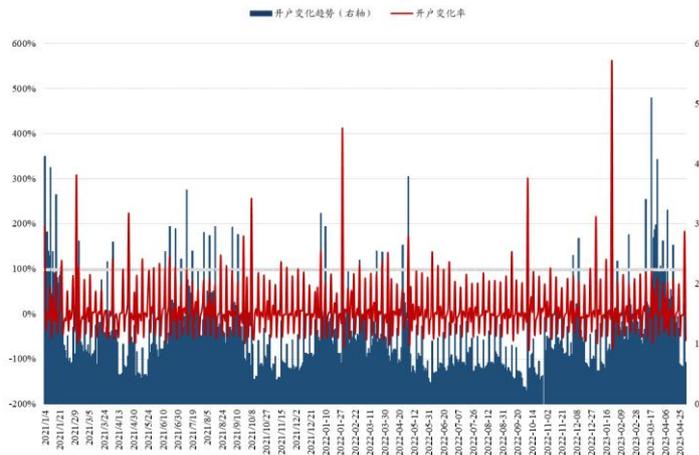
图 5: 2021.01.04~2023.05.05 基金申购赎回情况



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

截至 2023 年 05 月 05 日, 近三月 (2023 年 2 月~2023 年 5 月) 预估证券开户平均变化率为 9.14%, 预估证券开户变化率的波动率达 48.22%, 市场情绪相对稳定。截至 2023 年 05 月 05 日, 本周 (05.01-05.05) 平均开户变化率为 61.74%, 上周为 1.81%; 年初至今平均开户变化率为 16.24%, 2022 年同期为 14.05%。

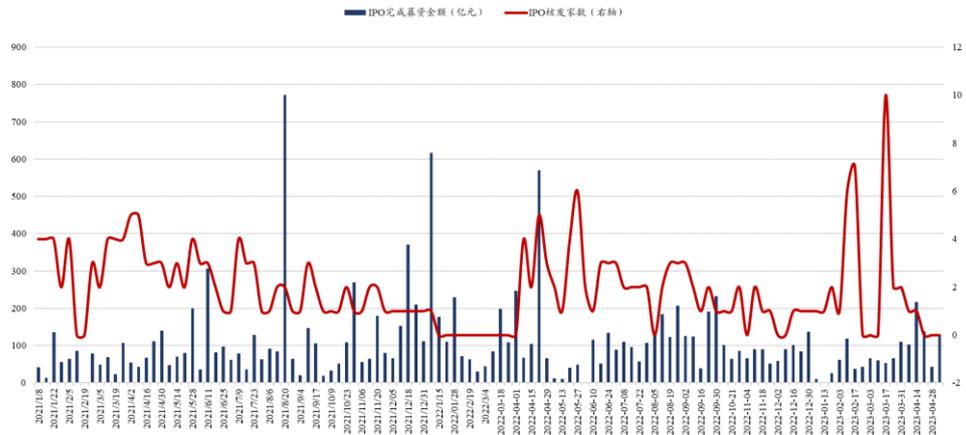
图 6: 2021.01.04~2023.05.05 预估新开户变化趋势



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

本周 (05.01-05.05) 主板 IPO 核发家数 0 家; IPO/再融资/债券承销规模环比 190%/-97%/-98%至 126/12/70 亿元; IPO/再融资/债承家数分别为 2/2/52 家。年初至今 IPO/再融资/债券承销规模 1279 亿元/3216 亿元/30445 亿元, 同比-54%/36%/24%; IPO/再融资/债承家数分别为 105/163/10043 家。

图 7：2021.01.08~2023.05.05 证监会核发家数与募集金额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 重点事件点评

2.1. 证券行业 2022 年报&2023 年一季报综述：盈利拐点显现，全面复苏可期

事件：业绩概览：拨云见日，曙光乍现。1) 证券行业颓势逐渐扭转，23Q1 业绩深蹲起跳。①整体情况：2022 年证券行业整体表现不佳，自营驱动行业 2023Q1 业绩显著回升。2022 年，由于市场行情及交投情绪均趋低迷，44 家上市券商合计营收同比-23%至 5029 亿元，合计归母净利润同比-32%至 1358 亿元。2023Q1，受益于宏观经济复苏带动证券行业景气度复苏，44 家上市券商合计营收同比+37%至 1377 亿元，合计归母净利润同比+78%至 450 亿元。**②分业务概览：2023 年一季度自营业务收入大幅反弹，其他业务短期依旧承压。**2023Q1，除自营业务收入由-18 亿元大幅扭正至 500 亿元外，经纪/投行/资管/信用业务净收入分别-17%/-25%/-2%/-18%至 264/105/111/110 亿元。**③杠杆率及 ROE 情况：2023Q1 证券行业杠杆率获得恢复，带动 ROE 稳步回升。**2023Q1 上市券商平均杠杆率 3.49，较 2022 年+4%，行业整体 ROE 同比+2.86pct 至 7.47%。**2) 龙头券商保持稳健，中小券商呈现业绩高弹性。**2023Q1，头部券商净利润增速普遍低于行业平均，部分中小券商基于 2022Q1 低基数以及强业绩弹性实现了显著的短期业绩反转。

分业务情况：自营业务驱动行业复苏，其余业务仍待提振。1) 自营：经济提振带动行情修复，投资收益同比大增。2023Q1，主要指数均跑出了正收益率（深证成指/上证指数/上证 50/沪深 300 涨跌幅分别为 6.45%/5.94%/1.01%/4.63%），带动上市券商合计自营业务收入由-18 亿元同比大幅扭正至 500 亿元。除华林证券外，其余上市券商均实现了自营业务收入的正增长或扭正。**2) 财富管理：交投情绪未见回升，经纪及资管业务**

持续承压。受市场景气度下滑拖累，2023Q1 日均股基成交额-9.33%至 9876 亿元，2023 年 2 月末券商资管规模较 2022 年末-4%至 65721 亿元。受此影响，上市券商合计经纪业务收入同比-17%至 264 亿元，合计资管业务收入同比-2%至 111 亿元。2023Q1 上市券商经纪业务收入普遍下滑，但是资管业务表现存在较大分化。**3) 投行：头部集中趋势明显，全面注册制打开想象空间。**2023Q1 上市券商合计投行业务收入同比-25%至 105 亿元，降幅较大，预计随着全面注册制的推开将获得修复。2023Q1 上市券商投行业务收入 CR5 为 52%，头部效应依旧显著。**4) 信用：两融市场遇冷，利息净收入普遍收缩。**2023Q1，两融余额同比-3%至 16728 亿元，上市券商合计利息净收入-16%至 124 亿元。

点评：行业估值逼近历史底部，板块机会值得关注。1) 我们预计 2023 年证券行业净利润同比增长 24.57%，各项业务有望迎来全面复苏。①短期市场情绪反转叠加长期权益市场景气度，证券行业财富管理业务有望持续受益。我们预计 2023 年中性假设下证券行业经纪业务净收入同比+22.1%至 1604 亿元，资管业务净收入同比+4.9%至 300 亿元。②受益于全面注册制等资本市场改革持续深化，投行业务将稳健发展。我们预计 2023 年中性假设下证券行业投行业务收入将同比+14.0%至 799 亿元。③市场行情延续叠加风险偏好回升，带动信用及自营业务实现增长。我们预计 2023 年中性假设下行业利息净收入同比+12.4%至 804 亿元，行业证券投资收益（含公允价值变动）将同比+20.0%至 824 亿元。2) 政策催化行业估值提升，当前板块估值逼近历史底部，具有显著的配置价值。当前证券板块估值处于历史低位（截至 2023 年 4 月 28 日，证券 II 指数 PB 估值为 1.22 倍，历史分位数 3.70%）。宏观环境及资本市场改革推动券商行业 ROE 中枢稳固抬升，券商估值将迎来修复，具有显著长期投资价值。**财富管理方向推荐【东方财富】，建议关注【广发证券】、【东方证券】；全面注册制方向推荐【中信证券】、【中金公司（H）】；AI 方向建议关注【华泰证券】。**

风险提示：1) 市场活跃度下滑；2) 宏观经济复苏不及预期；3) 全面注册制推进不及预期；4) 外围局势紧张影响行业。

2.2. 保险大涨快评：负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵

事件：4 月以来，保险板块涨幅全市场居前（保险 II 指数涨跌幅+19.83%，排名申万二级行业 3/125）。

点评：我们认为本轮保险股反弹的胜负手已不再是资产端，而是负债端，**负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵。**疫情三年以来，行业负债端持续低迷，2022 年 A 股上市险企 NBV 仅为 2019 年的 45.2%，若 2023 年恢复到 2019 年的 50%，对应 2023 年 NBV 同比增速为 10.5%；若 2023 年恢复到 2019 年的 60%，对应 2023 年 NBV 同比增速为 32.6%。低基数效应仍将延续至全年底。

价值复苏从曙光初现到数据验证。1Q23 上市险企 NBV 增速由负转正，排序：友邦

保险 (28%)、太保 (16.6%)、平安 (8.8%)、国寿 (7.7%)、新华 (2%，预计)。友邦实现 NBV 同比增长 28%，其中友邦中国同比录得双位数字增长；1Q23 平安 NBV 同比增长 8.8% (可比口径增速 21%)，疫后居民保费消费稳步恢复，我们预计 1H23 价值增速将较 1Q23 进一步提升至两位数 (10%-15%)。我们预计，1H23 上市险企 NBV 增速由负转正，排序：友邦保险 (25%)、太保 (20%)、平安 (15%)、国寿 (10%)、新华 (5%)。

新准则正面影响超预期。新准则下 ROE 和净利润增速指标重要性显著提升。1Q23 上市险企合计 ROE 由 3.3% 增长至 5.1% (非年化)；实现归母净利润同比增速 62.7% (可比口径)。1Q22 上市险企可比归母净利润由上年同期 600 亿元调增至 648 亿元，调增比例达 8.0%，主要得益于新旧保险合同准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。新准则下“保险服务收入”同比增长 5.0%，我们测算的“承保利差”同比增长 13.2%，得益于保单利润释放好于同期。1Q23 沪深 300 指数和创业板指数分别上涨 4.6% 和 2.2% (1Q22 同期沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5% 和 20.0%)，权益投资收益同比明显提升助力投资利差同比大幅增长 127.9%，是提升当期净利润的核心原因。

负债端复苏的信心正在积累，从储蓄型业务和银保渠道放量向价值型业务逐步过渡。2022 年末以来，保险股领涨金融板块和市场反攻号角，我们在年度策略中旗帜鲜明提出资产端底部反转是短期估值修复的核心。2023 年 3 月以来，负债端拐点正在验证，随着疫情放开影响不断深化，代理人逐步复工复产，各大险企积极备战二阶段开门红，需求逐步释放。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓，寿险拐点年务必重视。预定利率调整影响“短空长多”：从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免，预计 2Q22 价值增速进一步提升。中期来看，预定利率跟随评估利率下行，保险公司分红险占比提升，传统险业务占比下降。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。我们预计二季度新单放量有助于提升代理人收入并稳定队伍信心，助力下半年价值型业务放量表现。

风险提示：1) 宏观经济复苏低于预期；2) 寿险业转型持续低于预期。

3. 公司公告及新闻

3.1. 14 家再保险最新业绩出炉，首季保费增近一成，净利翻番

目前，我国共有 14 家再保险公司，包括中再寿险、中再产险、前海再保险、太平再保险 (中国)、人保再保、中国农业再保险等 6 家中资公司，以及瑞再北分、慕再北分、汉诺威再上分、法再北分、德国通用再上分、RGA 美再上分、大韩再上分、信利再保险 (中国) 等 8 家外资险企。14 家再保险公司在 2023 年一季度共实现保费收入 676.98 亿元，同比增长 8.61%；实现净利润 8.29 亿元，同比大增 144.33%。

保费规模最大的前两家再保险公司是中再集团旗下中再寿险和中再产险，一季度保费收入分别为 255 亿元和 133 亿元，也是唯一两家一季度保费规模破百亿元的再保险公司。紧随其后的三家再保险公司分别是中国农业再保险、瑞再北分和汉诺威再上分。

与 2022 年同期相比，人保再保、中再产险、中国农业再保险、太平再保险（中国）、中再寿险、瑞再北分、德国通用再上分和大韩再上分等 8 家再保险公司实现了保费同比增长，其余 6 家公司保险增速均同比下降。

由于资本市场向好，今年一季度，14 家再保险公司整体实现正投资收益率，平均投资收益率为 0.89%，平均综合投资收益率为 1.07%。14 家公司中，仅一家公司投资收益率为负，两家公司综合投资收益率为负。

从偿付能力表现来看，截至一季度末，14 家再保险公司平均核心偿付能力充足率为 224.69%，综合偿付能力充足率为 258.13%，最新风险综合评级没有 C 类或 D 类公司，整体偿付能力充足。

3.2. 国资委印发《中央企业债券发行管理办法》

国务院国资委近日印发了《中央企业债券发行管理办法》。《办法》重点在完善工作体系、优化审批程序、强化过程管理、加强风险防控等四个方面作出规定：

一是着力健全债券发行管理工作体系。一是明确管理责任，国资委审核集团公司年度债券发行计划、推动中央企业强化债券风险防控，中央企业集团公司落实管理主体责任、健全债券发行管理制度、负责子公司债券发行及全流程管理。二是明确管理范围，将管理范围扩充为企业在各类债券市场发行的公司信用类债券，实现对各类债券品种的全覆盖。三是明确全流程管控要求，包括制度建设、债券发行计划制定、债券发行事前审核、存量债券动态监测、债券兑付安排、违规责任追究等内容。

二是着力提高债券发行审批效率。改变一事一批的方式，对中央企业债券发行实行年度计划管理，结合年度预算管理，国资委一次性审批中央企业集团公司年度债券发行计划，确定债券发行额度，中央企业集团公司据此自行决策具体发行事宜。央企子企业的发债事项，均由集团公司负责审批和管理。

三是着力提升债券发行全流程管理水平。一是严格限定发债主体，要求中央企业建立债券发行主体认定机制，确定可以发行债券的子公司标准或名单。二是优化债券融资结构，要求中央企业合理确定债券品种和债券期限，逐步提高中长期债券发行占比。三是用好债券创新品种，要求中央企业通过发行科技创新债券、碳中和碳达峰债券、乡村振兴债券等创新品种，有效服务国家重大战略。

四是着力防范债券违约风险。《办法》对各环节的风险防范工作提出了系统要求，包括年度债券发行计划制定及审核、重点风险企业管控、永续债管控、境外债券融资管

理、信息披露、募集资金使用、债券在线监测、兑付风险管理、重大信息报告、违规责任追究等方面。

3.3. “北向互换通”交易将于5月15日启动

据人民银行5月5日消息，人民银行、香港证监会、香港金管局即将正式启动香港与内地利率互换市场互联互通合作（下称“互换通”）。“互换通”的各项准备工作进展顺利，“北向互换通”下的交易将于5月15日启动。

根据安排，初期先行开通“北向互换通”，香港及其他国家和地区的境外投资者可通过两地基础设施互联互通参与内地银行间金融衍生品市场。

人民银行明确了“北向互换通”的相关交易及结算安排。在交易品种方面，“北向互换通”初期可交易品种为利率互换产品，报价、交易及结算币种为人民币。

在投资者方面，参与“北向互换通”的境内投资者（即互换通报价商）需与中国外汇交易中心（下称“外汇交易中心”）签署报价商协议，并为银行间市场清算所股份有限公司（下称“上海清算所”）利率互换集中清算业务的清算会员或该类会员的清算客户。

参与“北向互换通”的境外投资者为符合人民银行要求并完成内地银行间债券市场准入备案的境外机构投资者，并经外汇交易中心开通“北向互换通”交易权限。拟申请开通“北向互换通”交易权限的境外投资者需同时申请成为香港场外结算有限公司（下称“场外结算公司”）的清算会员或该类会员的清算客户。

“互换通”目前有额度管理要求。交易额度方面，初期，全部境外投资者通过“北向互换通”开展利率互换交易在轧差后的名义本金净额每日不超过人民币200亿元，后续可根据市场情况适时调整额度。

清算额度方面，上海清算所与场外结算公司针对双方清算所之间的风险敞口建立“互换通”资源池。初期，上海清算所与场外结算公司之间净头寸对应的“互换通”资源池风险敞口设定上限不超过人民币40亿元，后续可根据市场情况适时调整额度。

人民银行、香港证监会和香港金管局已就“互换通”涉及的跨境监管合作原则和具体安排达成共识，并签署了《关于内地-香港债券及衍生品市场相关事宜的谅解备忘录》。备忘录健全了两地监管机构在债券及衍生品市场方面的监管合作安排和联络协商机制，共同维护“互换通”的正常运行、金融市场稳定和公平交易秩序。

外汇交易中心、上海清算所和场外结算公司需依法履行“互换通”下的各项职责，组织市场各方有序开展“北向互换通”业务。清算会员应遵守相关监管规定及业务规则，加强内部控制，防范和控制风险，做好投资者教育和服务，维护投资者合法权益；投资者应充分了解两地市场法律法规、业务规则和实践操作的差异，评估和控制风险，理性

开展相关投资；市场各方应进一步做好准备工作，确保“北向互换通”顺利启动。

3.4. 上市公司公告

- 1、国联证券：**5月5日，中融基金收到深圳市市场监督管理局出具的《变更（备案）通知书》，中融基金变更股东信息已获核准。变更后，公司持有中融基金股权的比例为75.5%，中融基金成为公司的控股子公司。
- 2、江苏金租：**公司董事会收到张义勤先生的书面辞职报告。张义勤先生因年龄原因辞去公司董事、总经理、董事会风险管理委员会主任委员、董事会风险管理委员会委员、董事会战略委员会委员职务。
- 3、申万宏源：**公司一季度实现营业收入57.65亿元，同比增长19.35%；净利润20.11亿元，同比增长87.77%；基本每股收益0.08元。
- 4、中粮资本：**一季度，中粮资本实现营业总收入56.4亿元，同比下滑2.29%；归母净利润3.75亿元，同比增长209.71%。截至一季度末，中粮资本资产规模达1260.6亿元。
- 5、广发证券：**公司一季度营收64.77亿元，同比上升35.69%；归母净利润21.57亿元，同比上升65.58%；扣非净利润21.3亿元，同比上升74.06%；负债率80.77%，投资收益15.05亿元。

4. 风险提示

- 1) 宏观经济不及预期；
- 2) 政策趋紧抑制行业创新；
- 3) 市场竞争加剧风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

