



Research and
Development Center

顶风行船，行稳致远——深度解析太

保如何答好转型之卷

—中国太保(601601)公司深度报告

王舫朝 非银金融行业首席

分析师

S1500519120002

010-83326877

wangfangzhao@cindasc.com

相关研究

1. “长航”转型效果凸显，净利润和新业务价值高增
2. 长航行动显成效，负债端有望继续释放积极信号
3. 三季度利润表现强劲，改革成效初步展现

证券研究报告

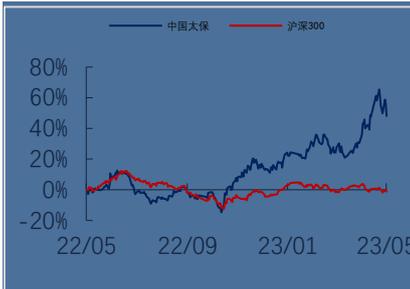
公司研究

公司深度报告

中国太保 (601601)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 31.30 |
| 52 周内股价波动区间 (元) | 34.93-18.01 |
| 最近一月涨跌幅 (%) | 14.15 |
| 总股本 (亿股) | 96.20 |
| 流通 A 股比例 (%) | 100.00 |
| 总市值 (亿元) | 3,011.17 |

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

顶风行船，行稳致远——深度解析太保如何答好转型之卷

2023 年 05 月 18 日

本期内容提要：

- ◆人身险：以“上下一心持续推进长航行动”答出高品质良性循环答卷。**公司从 2022 年 1 月 1 日起，以“芯”基本法为驱动，启动为期 18 个月长航行动一期工程，深化落地八大项目集，加快推进“三化五最”的职业营销转型。1) **职业化方面**，推进“芯”基本法有效落地，打造“恣 U 选”长航合伙人招募体系；**专业化方面**，推动“恣幸福”销售管理系统体系化落地，实现销售能力升级；**数字化方面**，持续落地全流程数字化场景。2) **聚焦核心人力**，代理人队伍质态不断提升，核心人力规模企稳。2022 年公司保险营销员月人均首年业务收入 6844 元，同比+47.6%；核心人力月人均首年保费收入 28261 元，同比+31.7%；核心人力月人均首年佣金收入 4134 元，同比+10.3%。3) **多元渠道并行发展，价值银保业务高速发展。**2022 年银保保费收入同比+308.7%；新单保费收入+332.0%，期缴保费同比+224.5%，银保渠道 NBV 同比+174.9%，NBV 占比同比+7.0pct。
- ◆财产险：以“精准经营、精确管理、靶向施策”答出高质量可持续答卷。**太保产险始终坚持高质量发展理念，加强品质管控，保费收入实现快速增长的同时，综合成本率持续优化。2022 年太保产险保费收入 1703.77 亿元，同比+11.6%，公司综合成本率表现 (97.3%) 行业领先，同比-1.7pct；综合赔付率 68.5%，同比-1.1pct，综合费用率 28.8%，同比-0.6pct。1) **车险：紧抓新能源车发展机遇，不断强化精细化管理，深化客户经营**，2022 年新能源车保费增速超 90%，业务成本稳中有降；2) **非车险：不断夯实承保盈利基础，持续优化品质结构**，主要业务中责任险、健康险、农业险等新兴领域业务保持较快增长势头，2022 年公司非车险保费同比+19%，综合成本率 98.1%，同比-1.4pct，进一步夯实了盈利基础。
- ◆资产端：以“价值、长期、稳健、责任”投资理念答出稳健增长答卷。**1) **集团投资资产实现稳步增长，投资风格稳健，长周期视角下总投资收益率水平领先同业。**2014 年-2022 年末，集团总投资资产规模年复合增长率达 13.0%；2) **大类资产配置稳定，固收类占比较高，但权益类资产占比逐步上升。**公司进一步执行精细化“哑铃型”资产配置策略，在持续长期利率债配置以延展固收资产久期的同时，适当增加另类投资配置比例，力求提高长期投资回报。整体来看，公司在严控信用风险的前提下，不断延展固收资产久期，降低再投资风险，实现了稳健的投资业绩。
- ◆康养端：以“产品+服务”金三角战略答出卓越服务供给答卷。**1) 公司不断完善“保险+服务”生态圈建设，为客户提供覆盖全生命周期的个性化、高品质综合服务，通过“太保家园”、“太保蓝本”等系列服务品牌构建全生命周期健康养老服务体系，高品质的康养生态布局有望成为下一个业务增量点；2) 公司基于客群特征，不断丰富差异化、场景化、嵌入式的保险产品供给；3) 截至 2022 年底，太保家园规划养老服务床位超 1.3 万张，累计发放养老社区入住资格函近 2 万份，养老照护床位供给数达 3052 张。
- ◆盈利预测与投资评级：**公司持续推动“长航”转型，个险和银保同时发力驱动营销模式转变，2022 年下半年以来新业务价值季度增速逐季向好。公司以转型升级驱动发展模式深度转变，在个人业务“芯”模式、多元渠道策略和“产品+服务”体系的支撑下，我们认为公司有望持续打造差异化优势，2023 年负债端改革成效有望进一步显现。当前股价 (以 2023 年

5月17日收盘价计)对应2023-2025年PEV分别为0.51x/0.45x/0.39x, EPS(摊薄)分别为3.36元/4.54元/4.73元,维持“买入”评级。

- ◆**股价催化剂:** 寿险改革超预期,个险核心人力稳步提升,新业务价值增长超预期,产险业务发展超预期,综合成本率持续改善,投资收益率超预期上行
- ◆**风险因素:** 公司寿险改革不及预期,宏观经济下行,长期利率下行超预期,金融监管政策收紧,银保合作不及预期,居民财富增长不及预期,银保销售队伍质态提升缓慢。

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 440,643 | 455,372 | 492,943 | 544,816 | 601,123 |
| 增长率 YoY % | 4.37% | 3.34% | 8.25% | 10.52% | 10.33% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 26,834 | 25,017 | 32,315 | 43,699 | 45,470 |
| 增长率 YoY% | 9.15% | -6.77% | 29.17% | 35.23% | 4.05% |
| NBV margin% | 27.17% | 14.38% | 16.00% | 18.00% | 20.00% |
| 净资产收益率 ROE% | 12.14% | 10.81% | 13.52% | 16.12% | 14.46% |
| EPS(摊薄)(元) | 2.79 | 2.56 | 3.36 | 4.54 | 4.73 |
| 市盈率 P/E(倍) | 11.22 | 12.24 | 9.32 | 6.89 | 6.62 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.33 | 1.32 | 1.21 | 1.03 | 0.89 |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年05月17日收盘价

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 投资聚焦 | 6 |
| 一、人身险：持续推进长航深化转型，改革成效凸显 | 6 |
| 1.1 锐意进取谋新篇，开启长航“芯”未来 | 6 |
| 1.2 长航行动一期工程收官在望，个险转型成效逐步凸显 | 9 |
| 1.3 银保转型：从1.0到2.0模式，价值银保NBV贡献持续提升 | 10 |
| 二、财产险：稳居行业一梯队，马太效应凸显 | 11 |
| 2.1 车险：步入稳健增长阶段，把握新能源车发展机遇 | 12 |
| 2.2 非车险：加快业务创新转型步伐，持续优化业务品质结构 | 13 |
| 2.3 高质量集约化发展推动承保盈利能力持续提升 | 14 |
| 三、资产端：投资业绩稳健，大类资产配置持续优化 | 17 |
| 3.1 投资规模稳步增长，投资收益率优于同业 | 17 |
| 3.2 大类资产配置稳定，固收类占比较高 | 17 |
| 3.3 久期缺口持续收窄，信用风险整体可控 | 19 |
| 四、康养：绘“保险+康养”生态圈蓝图，产品+服务赋能主业 | 21 |
| 4.1 响应时代需求，贯彻“产品+服务”金三角战略 | 21 |
| 4.2 大健康：提供专业的健康管理服务 | 23 |
| 4.3 大养老：建设高品质养老的太保家园 | 24 |
| 五、盈利预测、估值和投资评级 | 26 |
| 5.1 寿险部分—PEV估值 | 26 |
| 5.2 产险及其他部分 | 26 |
| 5.3 集团整体估值 | 27 |
| 六、投资建议 | 28 |
| 七、风险因素 | 28 |

表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 表1：非公开市场融资工具结构和收益率分布（截止2022年末） | 19 |
| 表2：太保“金三角”战略 | 22 |
| 表3：太保家园进展情况 | 24 |
| 表4：太保家园养老服务体系 | 25 |
| 表5：太保寿险EV预测（百万元） | 26 |
| 表6：太保产险净资产预测（百万元） | 26 |
| 表7：太保其他部分资产预测（百万元） | 27 |
| 表8：太保集团估值 | 27 |

图目录

| | |
|---------------------------|----|
| 图1：太保寿险“长航行动”战略 | 6 |
| 图2：太保寿险强化“三化五最”职业营销转型 | 7 |
| 图3：太保寿险转型的四个阶段 | 8 |
| 图4：太保寿险代理人队伍转型的3个核心 | 8 |
| 图5：太保寿险多个个险营销核心闭环逐步实施 | 8 |
| 图6：1Q23太保寿险NBV实现同比较快增长 | 9 |
| 图7：近年来各大险企NBV增速持续承压 | 9 |
| 图8：上市险企代理人规模（万人） | 9 |
| 图9：太保寿险月均保险营销员（千名）及增速 | 9 |
| 图10：太保寿险代理人每月人均寿险新保单件数及增速 | 10 |
| 图11：太保寿险保险营销员人均举绩率（%） | 10 |
| 图12：上市险企银保渠道保费收入情况汇总（百万元） | 10 |
| 图13：“芯”银保推动太保银保渠道保费收入快速增长 | 10 |
| 图14：太保产险总保费收入（百万元）及增速 | 11 |
| 图15：近年来太保产险COR整体表现领先同业（%） | 11 |
| 图16：太保产险车险和非车险保费收入结构逐渐均衡 | 12 |
| 图17：近3年太保产险细分险种保费（百万元） | 12 |
| 图18：车险保费收入及同比表现 | 12 |
| 图19：车险保费收入结构（%） | 12 |
| 图20：机动车和新能源汽车保有量（万辆） | 13 |
| 图21：非车险保费收入及同比表现 | 13 |
| 图22：非车险保费收入结构（%） | 14 |
| 图23：2022年主要财险公司COR情况 | 14 |

| | |
|---|----|
| 图 24: 2022 年主要财险公司 COR 变化 (pct) | 14 |
| 图 25: 太保产险综合费用率及综合赔付率 | 15 |
| 图 26: 各大财产险企综合成本率对比 | 15 |
| 图 27: 各大财产险企赔付率行业对比 | 15 |
| 图 28: 各大财产险企费用率行业对比 | 15 |
| 图 29: 2020-2022 太保产险各项业务综合成本率 | 16 |
| 图 30: 各大险企投资资产规模 (亿元) | 16 |
| 图 31: 各大险企总投资收益率对比 | 17 |
| 图 32: 各大险企净投资收益率对比 | 17 |
| 图 33: 太保投资资产配置情况 | 18 |
| 图 34: 固收类资产配置结构 | 18 |
| 图 35: 权益类资产配置结构 | 18 |
| 图 36: 固定收益类资产久期 (年) | 19 |
| 图 37: 近年来债券投资占投资资产比重维持在 40% 左右 | 19 |
| 图 38: 政府债券在债券投资中的占比 | 20 |
| 图 39: 国债、地方政府债、政策性金融债投资占比 | 20 |
| 图 40: 2012 年—2022 年全国 65 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重 | 20 |
| 图 41: 2012 年-2021 年全国老年人口抚养比 | 20 |
| 图 42: 围绕健康、财富和养老核心需求, 升级“产品+服务”金三角体系 | 21 |
| 图 43: 太保打造“保险+健康+养老”生态圈 | 22 |
| 图 44: 拓展大健康生态布局, 优化高品质服务供给 (数据截至 2022 年末) | 23 |

投资聚焦

我们聚焦太保本轮长航行动改革的详细布局和进程，论述太保在个险和银保渠道改革中的关键动作和当前成果，详解太保寿险从 2022 年三季度以来新业务价值重回正增长的动能及其可持续的原因。同时，相比单纯聚焦寿险个险渠道改革，我们认为在当前保险行业新旧动能转换的关键期，衡量公司发展动能必须全面聚焦负债和资产两端，在拆解寿险负债端的基础上，全面梳理了公司产险业务高质量发展、资产端的稳健发展及展望，以及公司在康养方面正在积蓄的动能，在完整全面的视角下来审慎观察公司未来的改革质效和投资机会。

一、人身险：持续推进长航深化转型，改革成效凸显

1.1 锐意进取谋新篇，开启长航“芯”未来

公司从 2022 年 1 月 1 日起，以“芯”基本法为驱动，启动了为期 18 个月的“长航行动”一期工程。为有效推进深化转型战略实施，太保寿险设立了深化转型项目的一期八个项目集：**职业营销项目集、服务式营销项目集、价值银保项目集、产品+服务体系项目集、存量优化项目集、组织变革项目集、科技赋能项目集、宣导沟通项目集**。依托八大项目集，公司持续赋能营销队伍向职业化、专业化、数字化转型升级，提升产品综合竞争力。

图 1：太保寿险“长航行动”战略

| | |
|----------------|--|
| 战略目标 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 一优：客户体验最优 ➢ 两稳：价值稳定增长、市场地位稳固 ➢ 四新：渠道多元化实现新突破、大康养生态迈出新步伐、数字化建设取得新提升、组织人才发展再上新台阶 |
| 战略内核 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 队伍升级 ➢ 赛道布局 ➢ 服务增值 ➢ 数字赋能 |
| “334”路径 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 3：聚焦营销队伍升级，重点区域拓展3个增长点 ➢ 3：形成大健康战略、大养老生态、数字化赋能3个优势源 ➢ 4：增强科技能力、健全数据基础、提升组织能力、强化人才支撑4大战略支撑点 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

谱绘“三化五最”职业营销转型施工蓝图。“三化”即职业化、专业化、数字化，“五最”指最丰厚的收入空间、最强大的创业平台、最温暖的太保服务、最专业的成长体系、最舒心的工作环境。公司通过“芯”基本法实施，推动队伍升级，打造“芯”动能；借力大康养生态体系，提升客户体验，催生“芯”动力；搭建“芯”基本法、产品、服务、科技等多项业务赋能体系，全面推动“三化五最”队伍建设，形成新周期下队伍全新经营逻辑。

职业营销改革聚焦“职业化、专业化和数字化”。公司自 2022 年初以来持续推进转型规划路线图的全面落地，打造职业化、专业化、数字化职业营销新模式，其具体内涵包括：1）在“芯”基本法下建立从“优增”到“优才”的闭环体系，引导主管更加专注选材，同时新人长航合伙人模式正式启动；2）将 NBS 客户经营纳入“先服务后销售”的作业闭环，通过“日拜访、周经营、月计划”助力营销员活动率、产能显著提升；3）“科技个险”平台帮助

营销员做好客户经营，管理工作日程，用户使用率和效率逐步提升；4）与国际知名机构合作建立培训机体系，线上课程按照计划持续推进；5）推进职场升级，“现代化、专业化、开放式”的多功能职场开始成为营销员共享工作台。

职业化方面，1）坚持“固优”，推进“芯”基本法有效落地，队伍销售行为改善显著；2）坚持募优，打造“态U选”长航合伙人招募模式，推动养成常态化招募习惯；3）坚持升优，做透高端客户转化；推动“芯”职场优化升级，提升客户体验，赋能队伍经营。

专业化方面，推进“态幸福”销售管理体系化落地，同时打造个性化、实战型的训练体系，推动“全家全险全保障”，实现销售能力升级。数字化方面，持续推进覆盖客户经营、销售等全流程场景数字化经营，科技赋能水平持续提高。

图 2：太保寿险强化“三化五最”职业营销转型



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新人“募育留”一体化破局，优增优育初见成效。公司通过标准化招募流程，新人从业经历符合公司转型导向，质态显著提升。关键指标方面，出勤率、举绩率有较明显改善，7个月留存率稳步提升。**摒弃传统招募模式，“态U选”招募体系助力队伍质量提升。**太保寿险在本轮个险改革中，摒弃短期利益驱动下的“快进快出”行业增员旧模式，以“轻创业、终事业”为核心理念，建立了“态U选”招募留存体系，引导队伍选择具备“相信保险、有企图心、韧性、利他、可靠”五大核心要素的营销伙伴，通过“态U选”体系建立“预选—唤醒—甄选—留存”的标准化流程。

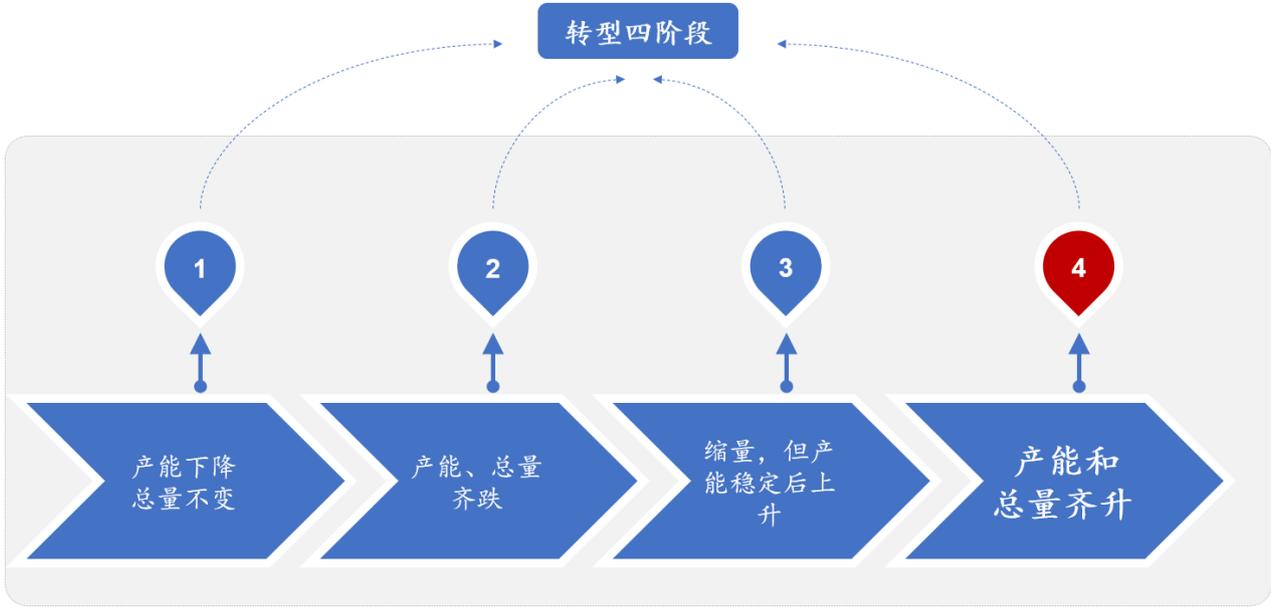
重塑基本法，牵引代理人新行为模式。为牵引代理人新行为模式，太保寿险就原有基本法做了系统而根本的改变，主要有三个牵引方向：多劳多得、高持续性、好的业务品质。基本法改革的本质逻辑是鼓励多劳多得有助于推动代理人提升产能，走向专业化；鼓励持续性有助于推动代理人持续经营，形成好的行为习惯；鼓励实现好的业务品质，提升继续率，有助于推动代理人关注客户服务、客户需求，避免销售误导。为了实现有效牵引，太保寿险在新基本法中进行了三大配套设计：季度奖金和产能挂钩，年终奖和持续性挂钩，所有奖金和继续率挂钩。

长航行动推出后，逐渐形成多个个险营销核心闭环。长航行动推出后，太保个险逐步推出多个营销核心闭环：优增、招募和育才的闭环，一对一销售的闭环，以需求分析为基准的闭环，专业活动量管理的闭环，客户经营平台的闭环，与国际专业培训机构合作的一整套培训体系闭环，个险通过多个营销闭环将渠道转型推向标准化、体系化，转型效率不断提升。

新基本法变革主管激励机制。个险基本法对于渠道发展和代理人价值导向具有重要意义，太保寿险旧版基本法中主管收入主要来自于招募，新版基本法中招募的绝对人数与主管的收入

没有直接联系，主管组织利益取决于招募代理人的产出和留存情况，因此新基本法下有望克服主管疏于新人管理和培训的问题，有助于新人专业能力和产能的提升和销售误导的减少。

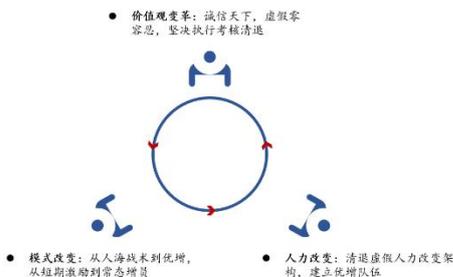
图 3：太保寿险转型的四个阶段



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

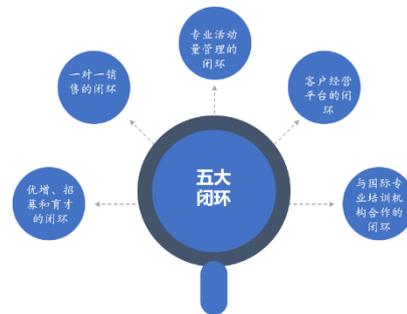
18 个月路线图聚焦产能提升，坚定逆周期转型。外部环境的不确定性增加了转型波动性，但在此背景下公司仍聚焦代理人渠道深度转型，努力从传统“产说会销售”转向“以需求分析为导向的能力销售”，从“大进大出的人海招募转为优增优育”，完成新旧动能转换。公司管理层认为太保寿险的转型过程将经历四个阶段：**1) 第一阶段是产能下降，总量不变；2) 第二阶段是产能、总量齐跌；3) 第三阶段是缩量，但产能稳定后上升；4) 第四阶段是真正产生好的效果：产能、总量齐升。**随着公司改革的深入，下一步将进一步提升公司核心营销员的销售能力、客户管理能力和优增优育能力，除了产能持续提升外，努力实现核心人力的稳健增长，**公司将努力实现 5 年核心人力的平均收入能够达到社平工资的 3 倍**，从而不断吸引市场上的优质人才。

图 4：太保寿险代理人队伍转型的 3 个核心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：太保寿险 5 大个险营销核心闭环逐步实施



资料来源：北京商报，信达证券研发中心

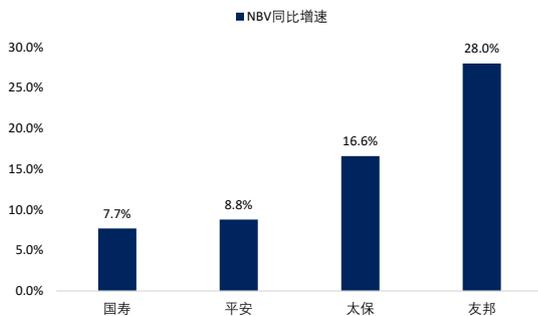
1.2 长航行动一期工程收官在望，个险转型成效逐步凸显

太保代理人团队的改革聚焦三大核心：1) 价值观的改变：中国太保坚持“诚信天下”的价值观，对于虚假人力采取“零容忍”态度，对于虚假人力坚决采取考核清退；2) 模式的改变：改变固有代理人模式，从人海战术变为优增，从短期激励变为常态增员，保持业务稳定和品质提升；3) 人力的改变：鼓励主管进行架构调整，清虚人力并逐步建立优增队伍。

协调资源配置，聚焦核心人力。在“核心人力”的定义方面，根据代理人渠道“芯”基本法，将以往更加集中在开门红的激励和资源，转换成季度奖和年终奖，季度奖按产能情况分发，年终奖按月达成指定产能情况分发，其中核心人力是获得季度奖的最低标准。

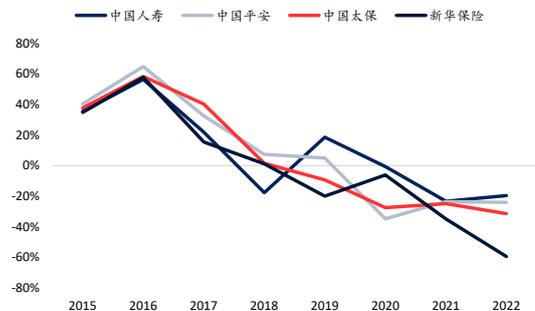
“长航”行动驱动发展模式改变，改革成效逐步显现。近年来，各大险企个险渠道持续清虚改革，NBV表现持续承压，但随着改革的深入，2022年下半年以来相关成效逐步显现。太保寿险聚焦“价值”主线，不断夯实“长航”改革行动成果，改革质态逐步显现。3Q22公司率先实现NBV同比转正且NBV增速逐季向好，1Q23公司实现新业务价值39.71亿元，同比+16.6%，高于国寿(yoy+7.7%)和平安(yoy+8.8%)。

图 6：1Q23 太保寿险 NBV 实现同比较快增长



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

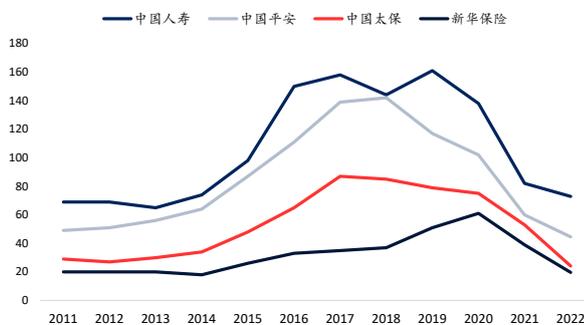
图 7：近年来各大险企 NBV 增速持续承压



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

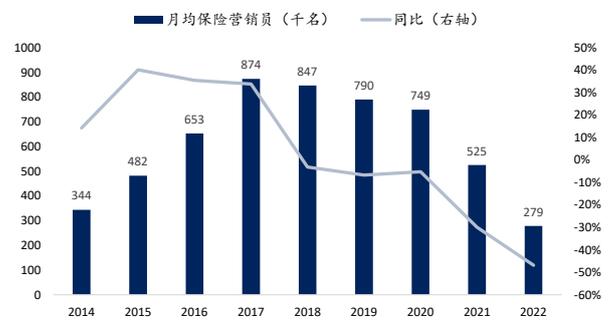
代理人队伍产能及稳定性提升明显，驱动业绩增长。公司聚焦核心人力，夯实队伍发展基础，推动代理人队伍健康成长。2022 年太保寿险月均保险营销员 27.9 万人，期末保险营销员 24.1 万人；2022 年保险营销员月人均首年保险业务收入 6844 元，同比提升 47.6%。核心人力规模逐渐企稳，核心人力月人均首年保险业务收入 28261 元，同比增长 31.7%；核心人力月人均首年佣金收入 4134 元，同比增长 10.3%。

图 8：上市险企代理人规模（万人）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

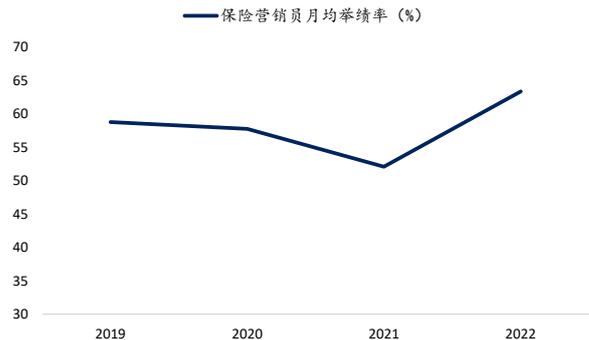
图 9：太保寿险月均保险营销员（千名）及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10: 太保寿险代理人每月人均寿险新保单件数及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 太保寿险保险营销员人均举绩率 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.3 银保转型: 从 1.0 到 2.0 模式, 价值银保 NBV 贡献持续提升

在个险渠道进入深度改革之际, 以一体化协同、价值驱动为特色的“新银保”模式逐渐兴起, 各大险企加大银保渠道发展力度, 挖掘银保渠道新价值。处于深度调整期的寿险行业, 银保渠道成为增长主力军, 各公司寿险业务虽转型不一, 但纷纷开始重新重视银保渠道, 发展以银保渠道为代表的多元渠道成为各大险企的共同选择。

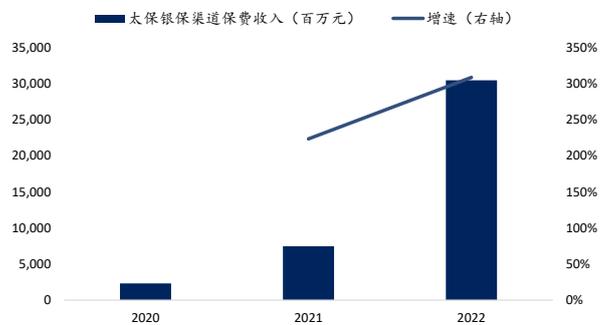
太保寿险在个险渠道持续推进“三化五最”职业营销转型取得明显成效的同时, 积极拓宽多元渠道布局, 秉持价值银保定位, 公司银保渠道近年来实现了高速发展, 价值贡献逐步提升。

银行逐渐提升银保渠道地位, 银保渠道有望成为公司新业务价值的重要贡献者。随着银行利差收入逐渐承压, 近年来银行也愈发重视保险代理业务带来的中收贡献。保险公司作为核心的合作伙伴之一, 能够通过提供更好的服务帮助银行提升中收, 尤其是银保期缴产品能够为银行贡献长期稳定中收, 增强客户黏性。

新银保发展模式成主流, 太保领衔抢占银保市场战略高地。公司定位“芯”银保是长航转型的重要战略举措之一, 并非只是代理人渠道承压背景下的“权宜之计”。公司自 2022 年以来持续推进“芯”银保价值战略, 以客户需求为导向, 遵循银保合作发展规律, 聚焦价值网点、价值产品和高质量队伍。

图 12: 上市险企银保渠道保费收入情况汇总 (百万元)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 13: “芯”银保推动太保银保渠道保费收入快速增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

聚焦价值策略, 银保渠道业务快速发展。公司 2022 年实现银保渠道保费收入 304.78 亿元, 同比大幅增长 308.7%, 其中银保新单保费 288.09 亿元, 同比+332.0%; 期交保费收入 33.42 亿元, 同比+224.5%; 银保渠道 NBV 同比增长 174.9%, NBV 占比为 9.3%, 同比+7.0pct。

公司聚焦价值网点、价值产品和高质量队伍三方面，推进价值银保策略落地。战术上，公司积极与股份行进行深度合作。

布局战略渠道，加大核心大行合作。1) 太保寿险积极拓宽多元渠道布局，有序布局战略渠道，建设高质量队伍，实现银保渠道业务快速发展。2022年以来，公司加强与浦发、农信、招行、中行、农行等战略渠道合作。我们认为随着公司与各大核心大行合作渐深，期缴业务增速、占比均持续提升，中长期看，银保渠道有望成为新业务价值的重要增量。

二、财产险：稳居行业一梯队，马太效应凸显

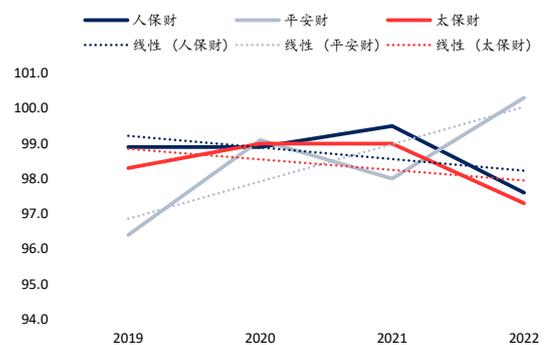
太保产险稳居行业第三，近年来保费收入同比增速亮眼。我国企业财产保险行业市场集中度较高，太保处行业一梯队，近三年市占率维持在10%-12%，且自2019年以来持续小幅上升，2022年底达到11.5%。作为头部险企，太保产险在业务规模、行业经验及运营能力等方面都具备较强的竞争优势。2015年到2022年，太保产险保费收入从946.15亿元增长至1725.83亿元，年复合增长率达到8.5%。

图 14: 太保产险总保费收入 (百万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 近年来太保产险 COR 整体表现领先同业 (%)



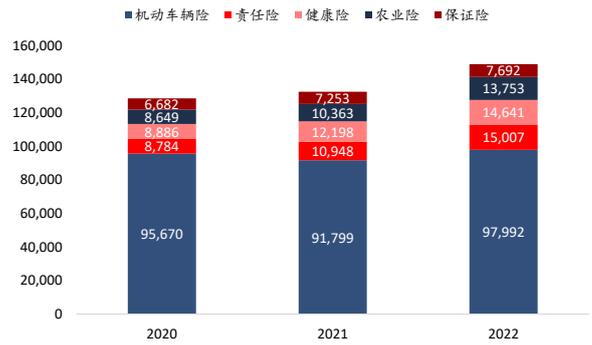
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

太保产险车险业务发展趋稳，非车险高速增长。1) 车险: 2014-2022年，公司车险业务占比从2014年的78.66%下降至2022年的57.5%。2) 非车险: 2014-2022年，公司非车险业务占比从21.3%上升至42.5%，2022年非车险保费占比高于太平财险(36.3%)和平安财险(32.5%)，略低于人保财险(44.1%)。受非车险保费强劲增长支撑，太保产险的产品结构较国内同业更为多元化。我们预计公司未来在非车险业务领域的提升有助于建立更为均衡的业务结构，保费收入有望保持较快增速，财产险业务结构也有望更加均衡。

不断加强品质管控，太保产险综合成本率领先同业。近年来面对新冠疫情和车险综改等挑战，太保产险不断加强客户经营体系建设，加大科技赋能力度，全面提升高质量发展能力，2022年太保产险综合成本率97.3%，同比-1.7pct，综合成本率表现优于人保财(97.6%)和平安财(100.3%)。2019-2022年太保产险整体表现领先同业，太保产险平均综合成本率98.4%，优于人保财(98.7%)和平安财(98.5%)。太保产险坚持“精准经营、精准管理、靶向施策”，车险不断把握新能源机遇，加强自营渠道建设，非车险不断夯实承保盈利基础，业务品质不断优化，我们认为太保产险有望凭借高质量发展不断管控综合成本率，提高承保盈利水平。

图 16: 太保车险和非车险保费收入结构逐渐均衡


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

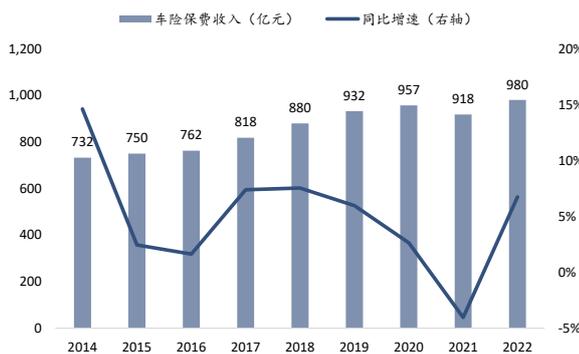
图 17: 近 3 年太保车险细分险种保费 (百万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.1 车险: 步入稳健增长阶段, 把握新能源车发展机遇

踏出综改阵痛期, 车险业务规模效益态势良好。2014-2022 年, 车险保费收入从 731.75 亿元增长至 979.92 亿元, 年复合增长率为 3.7%, 2022 年公司车险保费收入同比+6.7%。由于 2020 年 9 月车险综合改革正式实施, 2021 年公司车险收入受到波动, 但随着综改执行超过两个完整年度, 其对公司保费收入影响弱化。2022 年, 公司把握新能源车的发展机遇, 强化客户经营能力, 车险规模和效益均呈现良好态势。

车险保费收入结构方面, 商业险占比略有下降, 交强险占比有所提升。2014-2022 年, 机动车商业险的保费收入从 573.06 亿元增长至 718.39 亿元, 占车险总保费收入比例从 78.31% 下降至 73.3%。2014-2022 年, 机动车交强险的保费收入从 158.69 亿元增长至 261.53 亿元, 占车险总保费收入比例从 21.7% 上升至 26.7%。整体看, 机动车商业险收入占比较高, 但机动车交强险保费整体呈小幅上升趋势。

图 18: 车险保费收入及同比表现


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

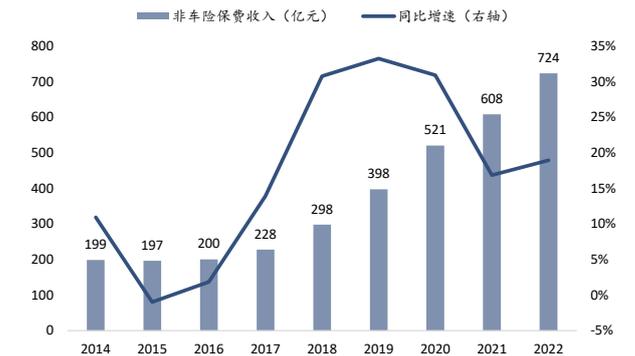
图 19: 车险保费收入结构 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

新能源车的普及及其带来的保费收入, 未来可能成为产险发展新动能。2022 年以来, 随着汽车供应链的逐步恢复、国家购置税减半政策及地方政府促进汽车消费政策的叠加, 机动车和新能源车销量均大幅提升。近年来新能源车占比迅速提升, 从 2020 年的 1.8% 上升至 2022Q3 的 3.6%。2022 年公司新能源车保费增速超过 90%, 业务成本稳中有降。我们认为未来随着新能源车产业进入市场化拓展期, 公司对精细化管理的深耕奠定了公司车险业务高质量发展的基础。

图 20: 机动车和新能源汽车保有量 (万辆)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 非车险保费收入及同比表现


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 非车险: 加快业务创新转型步伐, 持续优化业务品质结构

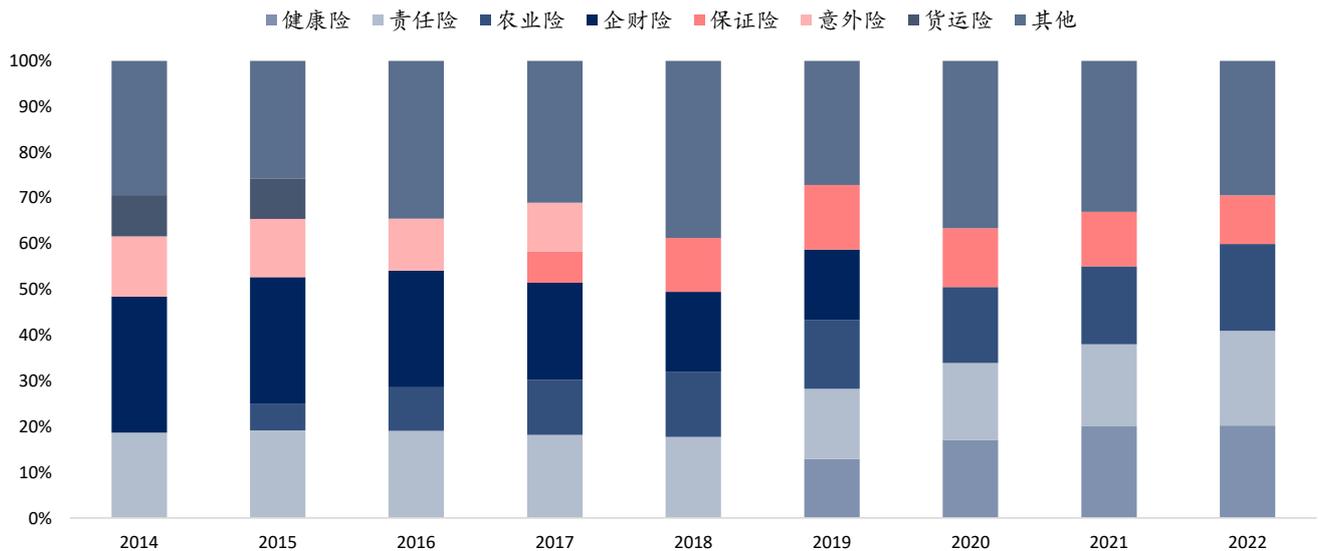
非车险业务增长强劲, 成为产险发展新动能。2014-2022 年, 太保产险非车险保费收入从 198.51 亿元增长至 723.85 亿元, 年复合增长率为 17.6%。2022 年公司非车险保费收入同比增长 19.0%, 继续保持较快增速。面对车险市场的竞争压力, 太保产险积极在非车险领域布局, 以弥补综改期车险业务调整带来的保费和盈利波动。

非车险保费收入结构方面, 公司大力拓展创新型业务。主要险种中, 健康险、农业险等新兴领域业务增长势头较快。

1) 健康险: 主动融入健康中国发展战略, 持续巩固政保合作平台。公司加大对大病保险、意外医疗、防贫扶贫等存量业务的挖掘, 同时加快高端商业健康险等产品研发和供给, 2019-2022 年, 健康险保费收入从 51.46 亿元提升至 146.41 亿元, 年复合增速达 41.7%, 在非车险业务中的占比从 12.94% 提升至 20.23%。2022 年, 公司健康险业务收入 146.41 亿元, 同比增长 20.0%, 综合成本率 101.6%, 同比下降 0.3pct。

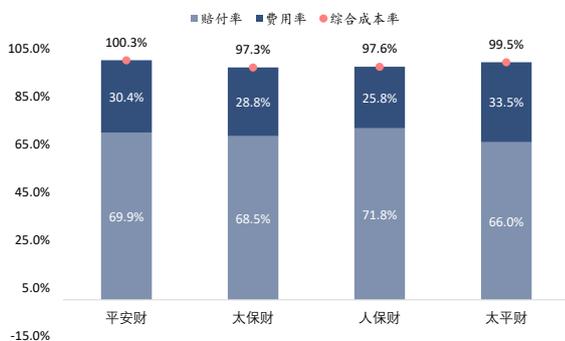
2) 农业险: 牢记“服务三农”初心使命, 农险业务加速发力。2015-2022 年, 农险保费收入从 11.55 亿元提升至 137.53 亿元, 年复合增速达 42.5%, 在非车险业务中的占比从 5.88% 提升至 19.00%。公司不断发挥农业保险科技、产品创新的先发优势, 推进地方特色农险, 在服务乡村振兴、保障国家粮食安全、促进农业产业发展等方面发挥积极保险保障作用, 不断夯实农业险经营基础。2022 年公司农险保费收入 137.53 亿元, 同比+32.7%; 综合成本率 97.7%, 同比-1.9pct, 农险效益持续优化。

3) 责任险: 立足服务国家战略, 积极探索各类业务。公司责任险保费收入由 2014 年 37.06 亿元增长至 2022 年 150.07 亿元, 年复合增速为 19.1%。责任险业务涉及智慧交通、健康养老、绿色环保、科技创新等国计民生重点领域, 公司加大服务国家治理现代化建设的力度, 深化在服务社会民生治理、支持产业链升级、助推地方经济发展等方面的先发优势。2022 年公司责任险业务收入 150.07 亿元, 同比+37.1%; 综合成本率 99.8%, 保持承保盈利。

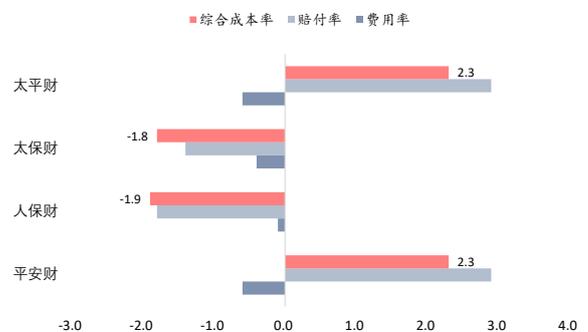
图 22: 非车险保费收入结构 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

随着“健康中国”“绿色转型”、“重点区域发展”等国家战略的实施, 我们预计太保产险非车险业务将维持高增长、多元化发展态势, 有望进一步打开产险业务的成长空间。我们认为, 太保在市场竞争中具备优势, 主要在于: 1) 公司持续优化业务结构, 具备较强的定价能力、销售能力及风险管控能力, 在保费增长的情况下保持综合成本率相对可控。2) 公司持续强化需求洞见, 顺应政策导向试点布局细分品种, 持续拓宽覆盖地区。

图 23: 2022 年主要财险公司 COR 情况


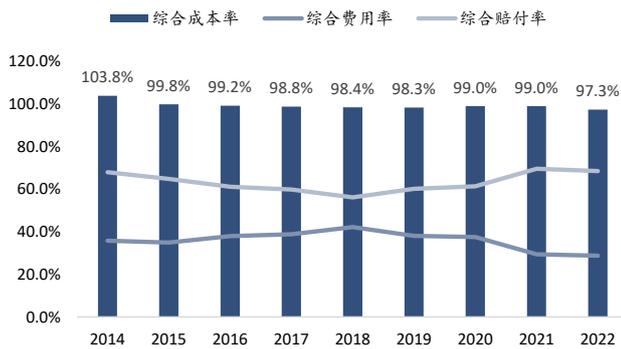
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 24: 2022 年主要财险公司 COR 变化 (pct)


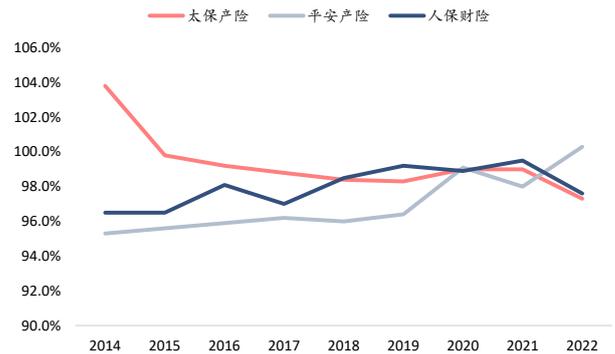
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

2.3 高质量集约化发展推动承保盈利能力持续提升

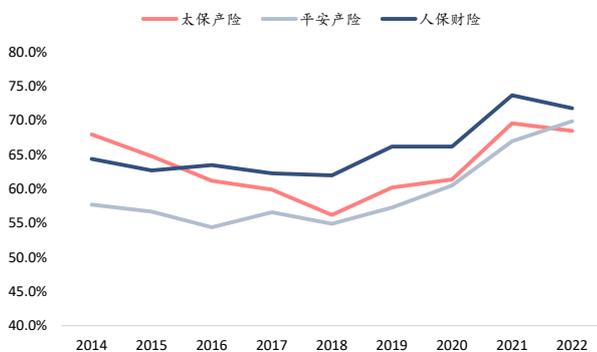
太保产险盈利能力位列行业前列。整体来看, 2022 年公司综合成本率为 97.3%, 同比下降 1.7pct, 2022 年综合成本率低于平安财险(100.3%), 人保财险(97.6%)和太平财险(99.5%)。太保产险整体业务规模小于平安财和人保财, 但公司经过多年精细化管理与深耕, 综合成本率稳中有降, 当前盈利能力处于行业前列。

图 25: 太保产险综合费用率及综合赔付率


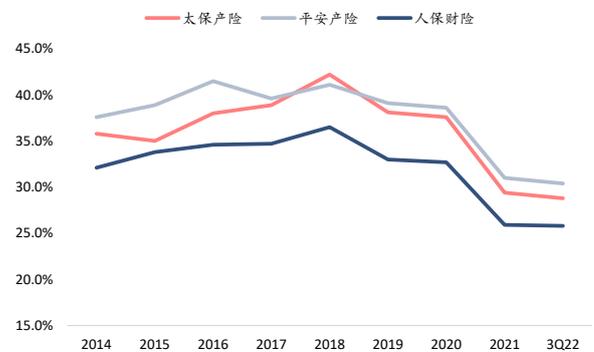
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 各大财产险企综合成本率对比


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

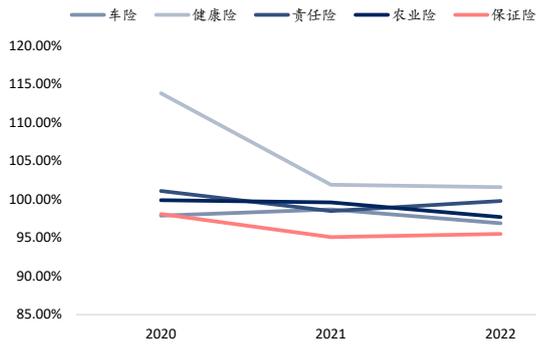
图 27: 各大财产险企赔付率行业对比


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

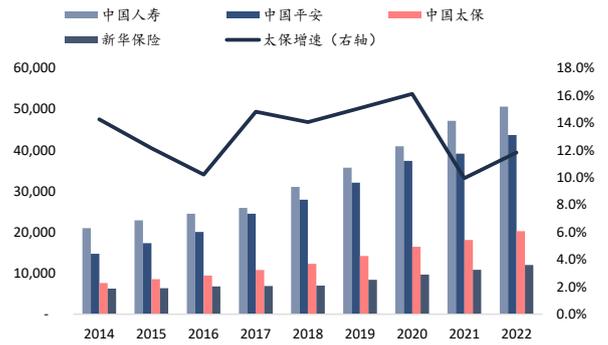
图 28: 各大财产险企费用率行业对比


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

逐渐实现多元化承保盈利, 效益稳中略升。1) **车险业务:** 车险是公司产险承保利润的主要来源, 2022 年车险综合成本率为 96.9%。公司对车险的精细化管理使得客户续保率、渗透率、线上化率再上新台阶。2) **非车险业务:** 自 2015 年起公司逐步调整业务结构, 逐步调整和管控亏损业务, 发展承保能力较好的新兴业务后, 2017 年非车险业务重回盈利区间。**农业险:** 2019-2021 年, 农业险综合成本率基本平稳, 维持在 99%-100%水平, 保持承保盈利。2022 年公司农险综合成本率降至 97.7%, 同比下降 1.9pct, 经营效益持续优化。我们认为未来随着政策性农险的优势不断巩固, 公司农险业务占比有望不断提升, 同时我们预计农险综合成本率有望逐步优化。**责任险:** 2017-2019 年, 责任险综合成本率维持在 90%-95%, 保持承保盈利。2020 年公司责任险 COR 有所上升 (101.1%), 其主要原因为非经营性因素, 公司在加大政策性业务拓展带来责任险业务增长的同时, 由于政策性业务分期支付的特性, 导致当期损益有所波动。2022 年公司责任险综合成本率为 99.8%, 保持承保盈利。**健康险:** 近年来公司健康险业务仍未实现承保盈利, 但综合成本率整体呈下降趋势, 2020-2022 年综合成本率分别为 113.8%/101.9%/101.6%。

图 29: 2020-2022 太保产险各项业务综合成本率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 各大险企投资资产规模 (亿元)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

整体来看, 非车险业务增长较快, 但高质量发展挑战仍大。公司非车险业务中, 传统业务规模占比较高, 盈利较好, 但是业务增长不大; 新兴业务保费占比较低, 但增量较大, 成本管控有待进一步加强。在行业发展重点从车险转向非车险过程中, 我们认为太保产险未来会重点平衡业务增长和品质管理的关系, 在巩固传统业务的盈利成果的同时不断提高新兴业务的盈利能力, 做到有效发展。

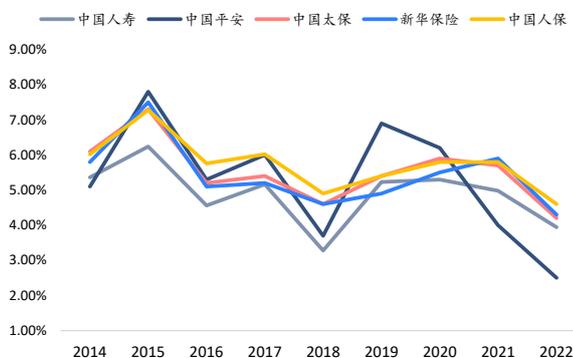
三、资产端：投资业绩稳健，大类资产配置持续优化

3.1 投资规模稳步增长，投资收益率优于同业

投资资产稳步增长，投资收益较为稳定。2014年以来，太保投资资产规模稳步增长。截至2022年末，集团投资资产规模达2.26万亿元，较上年末增11.8%。2014年-2022年末，集团总投资资产规模年复合增长率达13.0%。

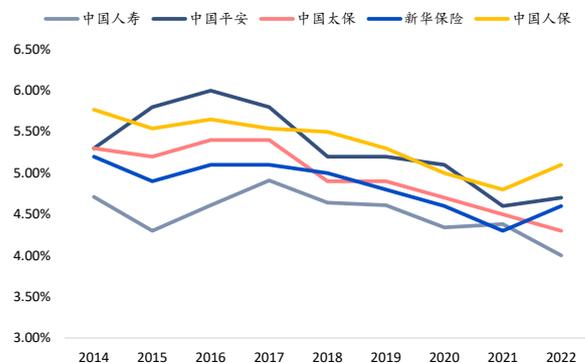
公司投资风格稳健，拉长周期看，总投资收益率高于同业。得益于较为稳健的资产结构，公司整体投资收益位于中上水平。2014年-2022年，公司平均总投资收益率为5.53%，高于新华（5.42%）、平安（5.28%）和国寿（4.89%）。平均净投资收益率为4.96%，仅次于平安（5.30%）和中国人保（5.36%），高于新华（4.84%）和国寿（4.50%）。从波动情况看，太保2014-2022年的总投资收益率标准差为0.84%，低于平安（1.57%），新华（0.89%），处于行业中游水平。

图 31：各大险企总投资收益率对比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

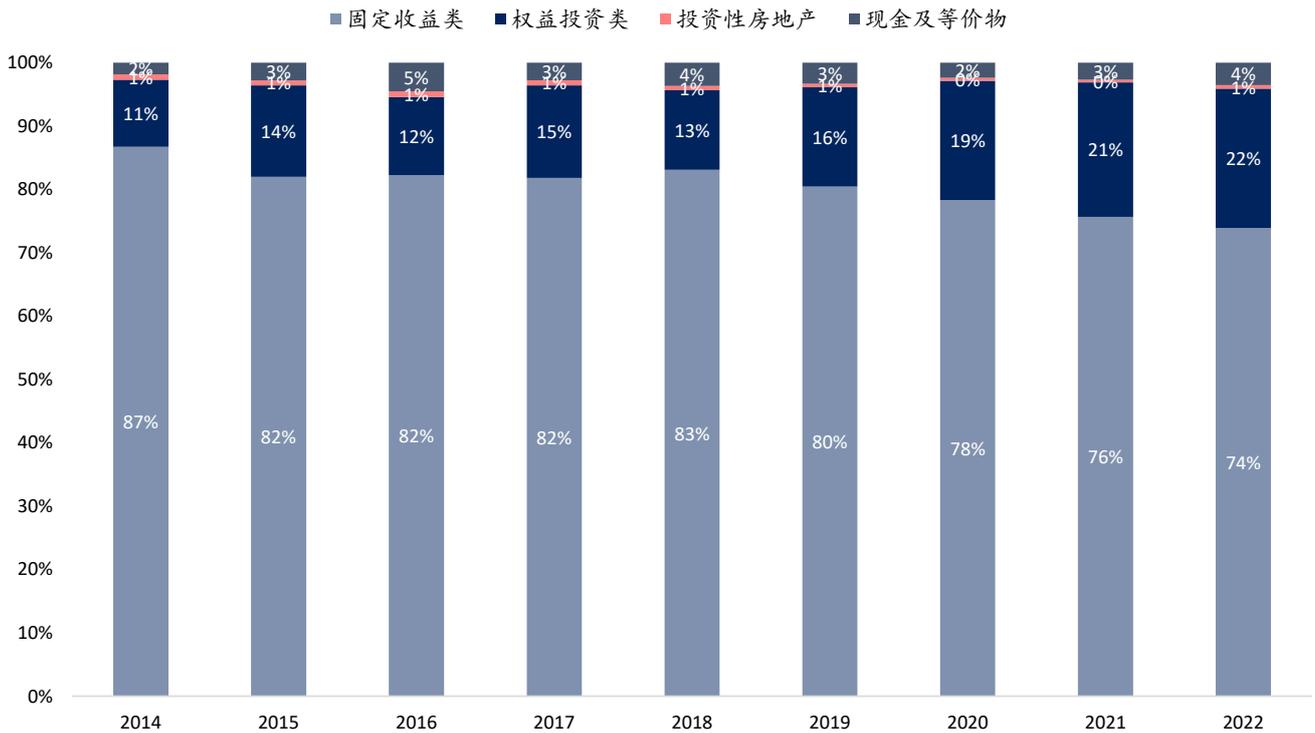
图 32：各大险企净投资收益率对比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

2.2 大类资产配置稳定，固收类占比较高

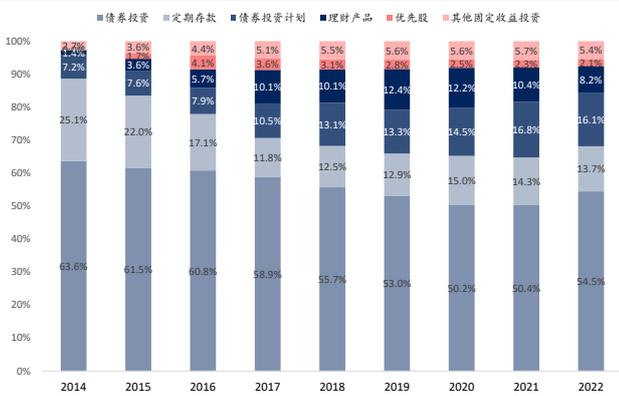
从资产配置情况看，以固收类资产为主，呈稳中有降态势，权益类资产占比上升。1) 固收类资产仍是投资资产中占比最高的部分，2014-2019年均超过80%，近年来占比有所下降，截至2022年末，固收类资产占比73.9%，较2021年末下降1.7pct；2) 权益类资产占比整体呈上升趋势，比例从2014年的10.6%提升至2022年的22.0%。在国内中长期利率下行的背景下，权益类投资作为利率下行的有效对冲手段和提升中长期收益回报的资产大类，我们认为权益类资产配置未来有一定提升空间。

图 33: 太保投资资产配置情况


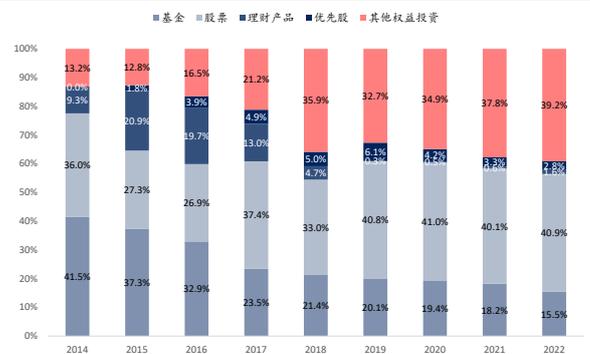
资料来源: 公司公告, 达证券研发中心

固收类资产方面, 近年来公司减配债券, 加配债券投资计划等非标类资产。从固收类资产的结构来看: 1) 债券配置占比最高, 但近年来整体呈下降趋势, 占比从 2014 年的 63.6% 下降至 2022 年的 54.5%; 2) 定期存款占比整体呈下降趋势, 从 2014 年的 25.1% 下降至 2022 年的 13.7%; 3) 非标资产配置占比逐步上升, 其中债券投资计划从 2014 年的 7.2% 上升至 2022 年的 16.1%; 理财产品从 2014 年的 1.4% 上升至 2022 年的 8.2%。

权益类资产方面, 近年来公司减配基金, 加配股票和其他权益投资。权益类资产配置结构中: 1) 基金占比近年来降幅明显, 从 2014 年的 41.5% 下降至 2022 年的 15.5%; 2) 股票占比从 2014 年的 36.0% 下降至 2016 年的 26.9%, 随后呈逐年平稳提升态势, 截至 2022 年股票投资占比为 40.9%; 3) 其他权益类投资升幅明显, 从 2014 年的 13.2% 上升至 2022 年的 39.2%。

图 34: 固收类资产配置结构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

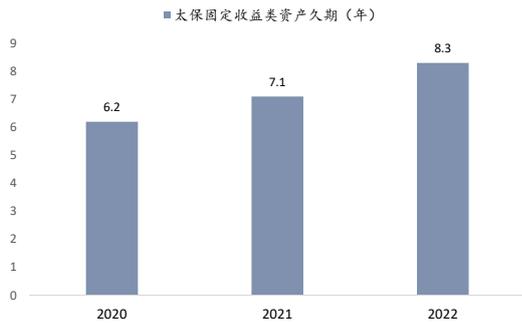
图 35: 权益类资产配置结构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.3 久期缺口持续收窄，信用风险整体可控

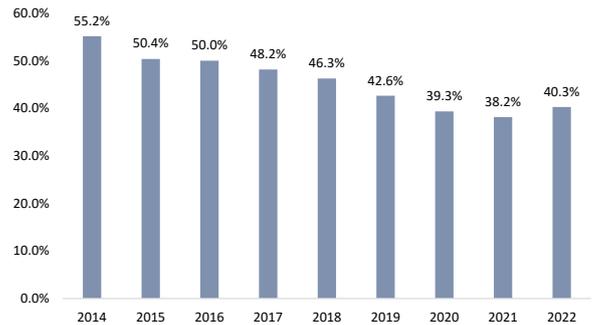
资产端积极延展固收资产久期，防范信用风险。近年来，公司保持稳健且较大比例的固收资产投资，加强长期利率债的配置以延展固收资产久期。截至 2022 年末，公司固定收益类资产久期为 8.3 年，较 2021 年增加 1.2 年。在宏观形势相对复杂、股债市场波动等因素影响下，我们认为公司未来仍将加强长期利率债的配置，持续收窄资产负债久期缺口，未来受外部收益率的敏感性有望进一步下降。

图 36: 固定收益类资产久期 (年)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 37: 近年来债券投资占投资资产比重维持在 40%左右



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

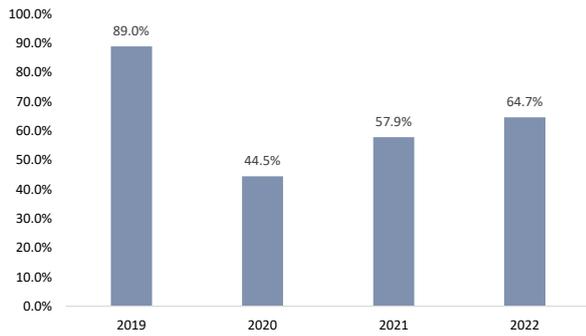
非公开市场融资工具风险等级较好，收益较高。截止 2022 年末公司非公开市场融资工具投资规模为 4321.35 亿元，占投资资产的 21.3%，较上年末下降 0.4pct。从行业分布看，公司目前投资的非公开市场融资工具分散于基础设施、不动产、交通运输、非银金融等行业，集中于北京、四川、山东、湖北、江苏等经济发达地区，平均期限 7.3 年，名义投资收益率为 4.8%，在整体利率下行的环境下仍具备较高吸引力。从风险控制看，具有外部信用评级的非公开市场融资工具占 99.5%，其中 AAA 级占比达 95.8%，AA+级及以上占比达 99.6%。高等级免增信的主体融资占 57.7%，其他项目都有担保或增信措施，整体风险可控。

表 1: 非公开市场融资工具结构和收益率分布 (截止 2022 年末)

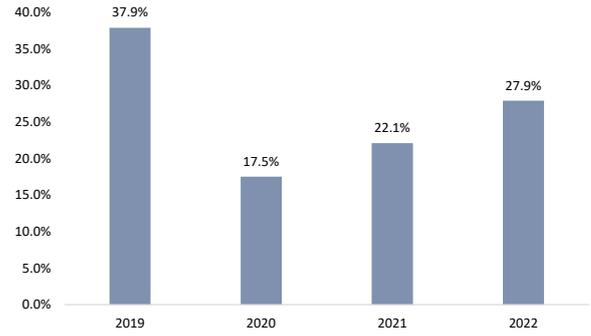
| 行业 | 投资占比 (%) | 名义投资收益率 (%) | 平均期限 (年) | 平均剩余期限 (年) |
|--------|----------|-------------|----------|------------|
| 基础设施 | 40.4 | 4.8 | 7.8 | 5.5 |
| 不动产 | 16.3 | 4.9 | 6.6 | 4.1 |
| 交通运输 | 16.2 | 4.7 | 9.0 | 6.2 |
| 非银金融 | 11.6 | 4.9 | 5.0 | 2.2 |
| 能源、制造业 | 5.6 | 5.0 | 6.3 | 3.6 |
| 其他 | 9.9 | 4.3 | 7.1 | 4.9 |
| 总计 | 100.0 | 4.8 | 7.3 | 4.8 |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司坚守风控底线，债券投资信用风险整体可控。近年来，公司债券投资占投资资产的比重维持在 40%左右，2022 年末占比为 40.3%，较上年末增加 2.1pct；从构成看，以政府债券为主，占比自 2020 年来逐年上升，截至 2022 年末达到 64.7%。截至 2022 年末，国债、地方政府债、政策性金融债占投资资产的 27.9%，较上年末增长 5.8pct。从风险等级看，截至 2022 年末，在企业债及非政策性银行金融债中，债项或其发行人评级 AA 级及以上的占比为 97.9%，AAA 级占比为 92.8%。

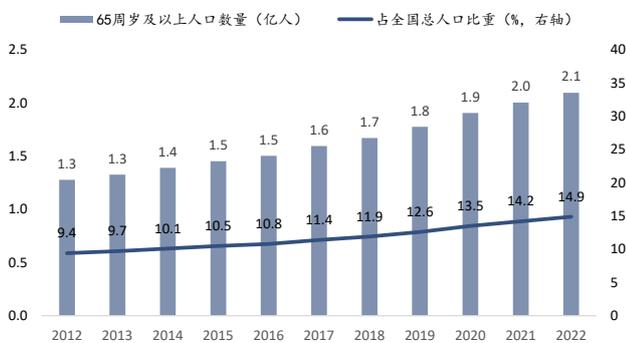
图 38: 政府债券在债券投资中的占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 39: 国债、地方政府债、政策性金融债投资占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司审慎控制房地产投资敞口, 房地产投资风险情况稳健, 同时。从规模看, 截至 2022 年 6 月末, 公司房地产风险敞口占比较低, 仅占总投资资产的 5%-6%; **从构成看**, 具体包括权益类资产 (股票和 REITs), 固收类主要为债券、债权计划、金融产品, 另类投资为不动产基金和投资性房地产; **从风险等级看**, 公司房地产投资风格较稳健, 主要持仓为高等级优质的央企和经济发达区域的国企, 整体信用级别等级较高, 抗信用事件冲击能力较强; **从风控措施看**, 宏观上, 公司压缩行业风险限额, 审慎控制新增敞口; 微观上, 公司严控交易对手, 公司针对房地产行业宏观政策的调控和微观主体的运行情况下调了部分房企的信用授信额度以控制存量敞口。

图 40: 2012 年—2022 年全国 65 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 41: 2012 年-2021 年全国老年人口抚养比

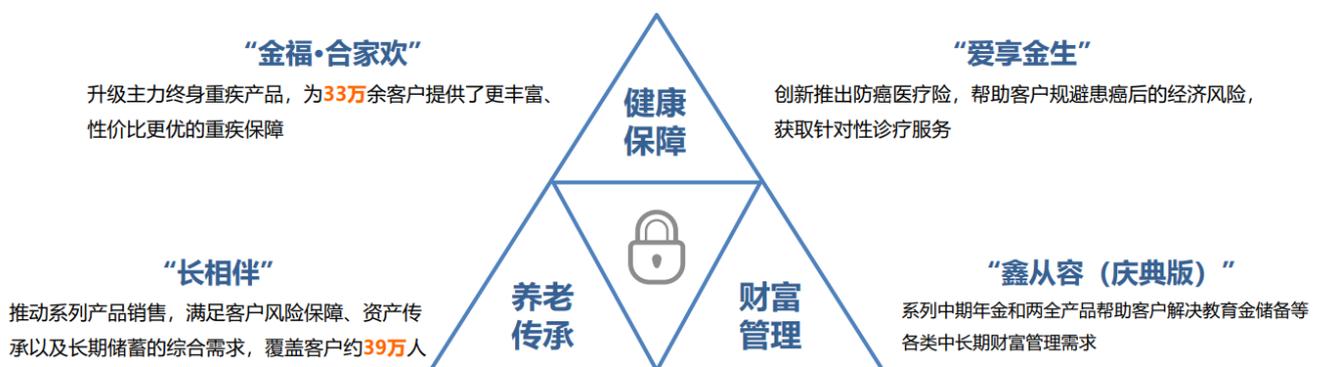

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、康养：绘“保险+康养”生态圈蓝图，产品+服务赋能主业

4.1 响应时代需求，贯彻“产品+服务”金三角战略

老龄化进程加速，健康养老服务需求日益强劲。1) 养老需求：2021年末，我国65岁及以上人口已经突破2亿，占总人口的14.2%，老年人抚养比逐年提升，2021年末达到20.8%。在人口老龄化背景下，分层次、多样化、高质量的养老需求成为银发时代的共识。2) 健康需求：客户健康保险意识的加强和健康险产品的同质化迫使险企通过附加服务延伸价值，传统被动式的生病、就诊、治疗逐渐转向预防保健、健康管理、就诊治疗、康复医疗等覆盖全生命周期的健康服务。

图 42：围绕健康、财富和养老核心需求，升级“产品+服务”金三角体系



资料来源：公司公告，达证券研发中心

太保寿险顺应时代的呼唤，持续打造“保险+健康+养老”生态圈：太保寿险凭借财富管理产品（配套资产保全服务）、健康保障产品（配套健康管理服务）、养老传承产品（配套康养管理服务）构成产服解决方案。通过对其全资子公司太保养老投资、太医公司，间接控股公司太保欧葆庭，参股公司杉泰健康科技、广慈太保互联网医院和集团公司参股的上海康养集团资源的协同整合，太保寿险多主体、多渠道协同打造医、护、康、健、养五环服务。

图 43: 太保打造“保险+健康+养老”生态圈


资料来源：公司公告，达证券研发中心

围绕**健康、财富和养老**三大核心需求，不断丰富产品供给。太保寿险以客户需求为导向，围绕健康、财富和养老持续升级“产品+服务”金三角体系。1) **健康保障方面**：太保寿险 2022 年升级主力终身重疾“金福·合家欢”产品，为 33 万余客户提供保障更丰富、性价比更优的重疾产品；创新推出防癌医疗险“爱享金生”，帮助客户应对患病经济风险并获得针对性诊疗服务；2) **养老传承方面**：推动“长相伴”系列产品销售，满足客户风险保障、资产传承以及长期储蓄的综合需求，覆盖客户约 39 万人；3) **财富管理方面**：“鑫从容（庆典版）”等系列中期年金和两全产品帮助客户解决教育金储备等各类中长期财富管理需求。

表 2: 太保“金三角”战略

| 产品类型 | 产品名称 | 服务类型 | 服务名称 |
|------|--------|------|-------|
| 财富管理 | 理财型年金 | 资产保全 | 资产配置 |
| | 香港外币保单 | | 理财建议 |
| | | | 保险金信托 |
| 健康保障 | 重疾险 | 健康管理 | 健康管理 |
| | 医疗险 | | 海外诊疗 |
| | 香港重疾 | | |
| 养老传承 | 养老年金 | 康养护理 | 养老社区 |
| | 终身寿 | | |

资料来源：今日保险，信达证券研发中心

图 44: 拓展大健康生态布局, 优化高品质服务供给 (数据截至 2022 年末)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 大健康：提供专业的健管康复服务

4.2.1 健康管理：太保蓝本+生命银行+太保妙健康

公司通过太保蓝本、生命银行、太保妙健康多角度聚焦客户健康管理和医疗需求。1) **太保蓝本**：太保蓝本是为太保客户打造的“保险产品+健康服务”一体化解决方案，提供多种版本供不同类型的客户选择。持有太保蓝本的用户，可享有健康管理、快速就医和理赔服务，覆盖诊前的预防筛查，小病的健康咨询，大病的重疾专案和术后的康复护理。截止 2022 年末，累计覆盖客户 2200 万人，同比+17%，覆盖了全国 31 个省份的 379 个城市。2022 年太保蓝本客户最常用的前三项服务分别为视频医生（超 11 万人使用）、健康咨询（超 1 万人使用）和专家预约（超 6000 人使用）。2) **生命银行**：太保面向高端客户推出“生命银行”项目，引入上海细胞治疗集团有限公司的细胞治疗核心技术，通过高保真技术预存健康的种子细胞用于未来潜在的肿瘤治疗、抗衰老和精准防御等。3) **太保妙健康**：太保依托专业的数据采集、数据挖掘、数据运营能力，搭建数字化移动健康管理平台，为客户提供“保险+健康管理”一揽子方案。

4.2.2 康复医疗：品牌+基金+合作平台

公司在多方面系统推进康复医疗体系布局。(1) **品牌打造**：2022 年 11 月，太保发布业内首个专业康复医疗品牌“源申康复”，持续拓展“保险+服务”模式。(2) **产业布局**：2022 年 6 月，太保设立了康复产业基金，首批投资 30 亿元；2022 年 11 月，太保旗下康复产业基金与嘉道私人资本医疗大健康板块项目上海大悦堂医院管理有限公司，成功举行康复医院投资签约仪式，计划 2024 年在上海市普陀区建成并运营一家高品质的康复医院，标志着太保在康复医疗迈出了坚实一步。(3) **合作平台**：目前，太保已与上海交通大学医学院正式建立战略合作，捐赠“上海交大医学院教育发展基金会太保教育基金”，共建“上海交通大学医学院-中国太保源申康复研究院”，打造科研转化平台、医康融合平台、学术交流平台和人才培养基地。

4.2.3 大健康产业基金

公司布局多元化投资，与大健康形成协同。2022 年 12 月 7 日，太保集团认购由太保资

本发起设立的大健康产业基金份额，认购金额 12 亿元。基金存续期限为 7+3（第一次延长期）+2 年（第二次延长期）。基金目标总规模预计 15.01 亿元，主要聚焦大健康生态协同企业，包括互联网医疗、高端医疗、健康管理等领域的投资机会，对与保险业务具有明显协同效应、属于保险+健康服务生态圈的重要环节，且能够持续赋能保险价值链的、处于成产期产业的相关企业进行投资。我们认为，大健康产业基金的设立有望充分发挥险资长期投资特性，在补充公司医疗健康的服务同时增厚投资收益、拉长久期。

4.3 大养老：建设高品质养老的太保家园

入局相对较晚，但已基本完成东西南北中全国布局。2018 年初至 2022 年末，太保已在 11 座城市落地 12 个养老社区项目，其中成都、大理、杭州社区已投入运营，初步形成“东西并进”的连锁化运营模式。太保家园官网显示，截止目前“太保家园”累计接待参观 11 万人次；在两个三年规划完成后，将形成总投资 117.9 万平方米、1.4 万多个床位的养老服务供给体系，居保险行业第 2 位。

表 3：太保家园进展情况

| 类型 | 太保家园 | 进度 | 总占地面积（万平方米） | 一期户数/床位数 |
|----|------------|------------------------|--------------|----------------------------|
| 颐养 | 成都国际颐养社区 | 2021 年 10 月开业 | 26.7/一期 11.7 | 约 600 套/自理 1224 张+护理 356 张 |
| | 杭州国际颐养社区 | 2022 年 7 月开业 | 19.1 | 827 户 |
| | 上海崇明国际颐养社区 | 2022 年 11 月开放参观社区体验馆 | 11.7 | 800 张 |
| | 厦门国际颐养社区 | 2022 年 7 月开放参观社区体验馆 | 13.3 | 800 套/约 500 张 |
| | 南京国际颐养社区 | 2022 年 12 月开放参观社区体验馆 | 2.7 | / |
| | 武汉国际颐养社区 | 2021 年 7 月开工 | 12.2 | 700 套/1300 张 |
| | 郑州国际颐养社区 | 2022 年 9 月开工 | 8.7 | 700 套/约 1100 张 |
| | 北京国际颐养社区 | 2022 年 12 月开工 | 6 | 430 套 |
| 乐养 | 大理国际乐养社区 | 2021 年 10 月开业 | 5.7 | 约 100 套/1027 张 |
| | 三亚国际乐养社区 | 2022 年 12 月开工 | 4.3 | >300 套 |
| 康养 | 上海普陀国际康养社区 | 2022 年 7 月开放参观社区体验馆 | 1.7 | 约 170 套/300 张 |
| | 青岛国际康养社区 | 计划 2023 年 Q2 开放参观社区体验馆 | 2 | 约 200 套 |

资料来源：信达证券研发中心整理

创“颐养、乐养、康养”三位一体养老产品体系。颐养、乐养、康养社区定位各不相同，其中颐养社区以健康活力业态为主，乐养社区以旅居候鸟式养老业态为主，康养社区以康复护理业态为主。太保家园“南北呼应、东西并进、全国连锁、全龄覆盖”的全国布局已基本完成。

表 4：太保家园养老服务体系

| 五大服务 | 具体内容 |
|------|--|
| 安居 | 1) 在适老灵活的居住空间基础上，提供星级酒店、国际标准的房务管理服务 |
| | 2) 以管家为触点的多专业生活团队，提供全天候一站式生活协助 |
| | 3) 设立居民理事会，实行首问负责制、首席服务官等制度 |
| 餐饮 | 1) 近 4000 种专为客户营养设计菜品库，每周 380+菜品不重样 |
| | 2) 自建专属有机菜蔬农场、营养师精心搭配、套餐+零点选餐模式，兼顾营养安全和个性化 |
| 文娱 | 1) 组织音乐会、国学、茶道、麻将、棋牌、歌舞、太极、游泳等活动和课程 |
| | 2) 将开设“太学”，引入线上线下精品课程，并鼓励长者走近名校名师，获取学历学位 |
| 健康 | 将依托内设医疗机构、健康管理中心、康复护理机构、本地三甲绿通、太医管家、广慈太保互联网医院等丰富的健康医疗资源，打造服务闭环 |
| 智能 | 与华为、腾讯等头部企业战略合作，丰富智能化应用场景，引进先进设施 |

资料来源：太保家园官网、信达证券研发中心

悉心打造“五心”养老服务体系，彰显服务特色。太保养老服务体系涵盖安居、餐饮、文娱、健康和智能五大方面，充分满足长者入住后生活服务、文娱社交、医疗保健等需求，提高社区住户“吃”、“住”、“玩”、“乐”等各方面的满意度，从“打造居住产品空间”向“提升养老服务品质”进阶。

五、盈利预测、估值和投资评级

我们采用分部估值法对中国太保进行预测和估值。太保寿险采用 PEV 估值法，太保产险和其他部分采用 PB 估值法，并将各部分估值加总求得集团整体估值。

5.1 寿险部分—PEV 估值

考虑到公司不断践行高质量发展战略，寿险“长航”行动改革效果逐步显现，发展模式逐步实现转变，核心人力占比不断提升，随着线下社会经济活动逐步复苏，太保寿险和健康险业务有望进一步回暖。我们预测 2023 年-2025 年 NBV 分别为 132.95 亿元、157.05 亿元、183.22 亿元，未来三年新业务价值增速分别为 16.8%、18.1%和 16.7%，预计 2023-2025 年寿险内含价值为 4088.29、4615.14 和 5534.22 亿元，增速为 2.7%、12.9%、15.6%。

表 5: 太保寿险 EV 预测 (百万元)

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 期初内含价值 | 341348 | 376643 | 398191 | 408829 | 461514 |
| 内含价值的预期回报 | 32428 | 35781 | 37828 | 38839 | 43844 |
| 本期内的新业务价值 | 15518 | 11380 | 13295 | 15705 | 18322 |
| 运营经验的差异 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评估方法、模型和假设的变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 分散效应 | 2833 | 3126 | 3305 | 3394 | 3831 |
| 非营运贡献前内含价值 | 392127 | 426930 | 452619 | 466766 | 527511 |
| 股东股息 | -9,530 | -5,818 | -2,872 | -14,225 | -19,416 |
| 投资回报的差异 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 市场价值和其他调整 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (5955) | (22921) | (40918) | 8973 | 25328 |
| 期末内含价值 | 376643 | 398191 | 408829 | 461514 | 533423 |
| YOY | 10.3% | 5.7% | 2.7% | 12.9% | 15.6% |
| 内含价值变动 | 35295 | 21548 | 10638 | 52685 | 71909 |
| 每股内含价值 | 42 | 44 | 45 | 51 | 59 |
| ROEV | 14.9% | 13.4% | 13.7% | 14.2% | 14.3% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2 产险及其他部分

我们预计未来三年产险净资产分别为 623.90 亿元、739.59 亿元、867.17 亿元，增速分别为 20.11%、18.54%、17.25%，其他部分净资产分别为 1582.30 亿元、1753.16 亿元、1972.53 亿元，增速分别为 2.67%、10.80%、12.51%。

表 6: 太保产险净资产预测 (百万元)

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 净资产 (百万元) | 50385 | 51943 | 62390 | 73959 | 86717 |
| 增速 | 7.63% | 3.09% | 20.11% | 18.54% | 17.25% |
| PB | | | 1 | 1 | 1 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 7: 太保其他部分资产预测 (百万元)

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净资产 (百万元) | 142297 | 154117 | 158230 | 175316 | 197253 |
| 增速 | 22.80% | 8.31% | 2.67% | 10.80% | 12.51% |
| PB | | | 1 | 1 | 1 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.3 集团整体估值

分部估值法下,我们基于太保寿险的改革成效,参考 2017 年以来公司平均滚动 PEV 估值,给予 2023 年寿险 0.63 的 PEV 倍数,产险和其他部分分别 1 倍 PB,计算得太保集团 2023 年的目标价格为 49.20 元。

表 8: 太保集团估值

| | | 2023E |
|---------|---------------|---------|
| | 寿险业务内含价值 (亿元) | 4088.29 |
| 太保寿险 | PEV | 0.63 |
| | 集团持股比例 | 98.50% |
| | 市值 | 2576 |
| | 净资产 (亿元) | 623.90 |
| 太保产险 | PB | 1 |
| | 集团持股比例 | 98.30% |
| | 市值 (亿元) | 624 |
| | 净资产 (亿元) | 1582.30 |
| 其他 | PB | 1 |
| | 市值 (亿元) | 1582 |
| 集团 | 市值 (亿元) | 4733 |
| 股本 (亿) | | 96.2 |
| 目标价 (元) | | 49.20 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

六、投资建议

公司持续推动“长航”转型，个险和银保同时发力驱动营销模式转变，2022年下半年以来新业务价值季度增速逐季向好。公司以转型升级驱动发展模式深度转变，在个人业务“芯”模式、多元渠道策略和“产品+服务”体系的支撑下，我们认为公司有望持续打造差异化优势，2023年负债端改革成效有望进一步显现。长期来看，公司在渠道端继续推进长航行动，在大健康大养老产业的布局逐渐深化，公司有望通过服务打造差异化优势，提升用户粘性，较快抢占养老保险市场的蓝海。坚持走长期主义道路，有望持续努力打造高质量发展标杆并率先走出负债端低迷。当前股价（以2023年5月17日收盘价计）对应2023-2025年PEV分别为0.51x/0.45x/0.39x，EPS（摊薄）分别为3.36元/4.54元/4.73元，维持“买入”评级。

七、风险因素

公司寿险改革不及预期，宏观经济下行，长期利率下行超预期，金融监管政策收紧，银保合作不及预期，居民财富增长不及预期，银保销售队伍质态提升缓慢。

| 损益表 | | 单位:百万元 | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|--|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业收入 | 455,372 | 492,943 | 544,816 | 601,123 | |
| 已赚保费 | 368,878 | 395,108 | 433,695 | 477,188 | |
| 保费业务收入 | 398,818 | 432,219 | 475,007 | 523,364 | |
| 投资净收益 | 81,195 | 95,167 | 108,229 | 120,796 | |
| 其他业务收入 | 3,913 | 2,667 | 2,892 | 3,138 | |
| 营业支出 | -430,139 | -457,794 | -497,229 | -551,666 | |
| 退保金 | -21,434 | -23,957 | -26,944 | -30,041 | |
| 赔款支出 | -148,147 | -158,874 | -177,897 | -199,270 | |
| 提取保险责任准备金 | -175,374 | -188,325 | -196,329 | -219,050 | |
| 营业税金及附加 | -1,121 | -1,360 | -1,525 | -1,682 | |
| 手续费及佣金支出 | -27,929 | -29,210 | -34,006 | -38,891 | |
| 业务及管理费用 | -52,774 | -56,174 | -62,974 | -69,447 | |
| 其他业务支出 | -5,532 | -20,470 | -21,689 | -22,530 | |
| 营业利润 | 25,233 | 35,149 | 47,587 | 49,456 | |
| 其他 | 351 | 0 | 0 | 0 | |
| 利润总额 | 25,584 | 35,149 | 47,587 | 49,456 | |
| 所得税 | 64 | -2,460 | -3,331 | -3,462 | |
| 净利润 | 25,648 | 32,689 | 44,256 | 45,994 | |
| 少数股东权益 | 631 | 374 | 557 | 524 | |
| 归属母公司净利润 | 25,017 | 32,315 | 43,699 | 45,470 | |
| 基本 BPS (rmb) | 2.56 | 3.36 | 4.54 | 4.73 | |

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 总资产 | 2,176,299 | 2,467,590 | 2,748,889 | 3,054,554 | |
| 投资资产 | 1,605,584 | 1,820,487 | 2,028,017 | 2,253,524 | |
| 非投资资产 | 570,715 | 647,103 | 720,872 | 801,030 | |
| 总负债 | 1,942,171 | 2,211,671 | 2,449,270 | 2,709,465 | |
| 准备金负债 | 1,557,918 | 1,774,098 | 1,964,689 | 2,173,405 | |
| 保户储金及投资款 | 120,029 | 116,627 | 129,156 | 142,877 | |
| 其他负债 | 33,874 | 38,574 | 42,718 | 47,257 | |
| 所有者权益 | 234,128 | 255,919 | 299,619 | 345,089 | |
| 股本 | 9,620 | 9,620 | 9,620 | 9,620 | |
| 资本公积 | 79,665 | 79,665 | 79,665 | 79,665 | |
| 盈余公积 | 5,114 | 8,346 | 12,715 | 17,262 | |
| 一般风险准备 | 22,474 | 12,000 | 12,000 | 12,000 | |
| 未分配利润 | 105,205 | 134,289 | 173,618 | 214,541 | |
| 归母股东权益 | 228,446 | 249,709 | 292,347 | 336,714 | |
| 少数股东权益 | 5,682 | 6,211 | 7,271 | 8,375 | |

| 每股指标 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益 (元) | | 2.56 | 3.36 | 4.54 | 4.73 |
| 每股净资产 (元) | | 23.75 | 25.96 | 30.39 | 35.00 |
| 每股内含价值 (元) | | 54.01 | 61.78 | 69.77 | 80.27 |
| 每股新业务价值 (元) | | 1.18 | 1.38 | 1.63 | 1.90 |

| 内含价值 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 调整后净资产 | | 298,142 | 350,188 | 400,834 | 462,494 |
| 有效业务价值 | | 241,471 | 248,374 | 275,056 | 315,144 |
| 内含价值 | | 519,621 | 594,314 | 671,187 | 772,249 |
| 一年新业务价值 | | 11,380 | 13,295 | 15,705 | 18,322 |
| 寿险 ROEV (%) | | 13.4% | 13.7% | 14.2% | 14.3% |

| 收入/支出增长率 (%) | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--|--------|-------|-------|-------|
| 已赚保费收入增长 | | 8.7% | 8.4% | 9.9% | 10.2% |
| 投资收益增长 | | -16.0% | 17.3% | 13.7% | 11.6% |
| 营业收入增长 | | 3.3% | 8.3% | 10.5% | 10.3% |
| 退保金增长 | | -4.0% | 11.8% | 12.5% | 11.5% |
| 佣金及手续费增长 | | -7.8% | 4.6% | 16.4% | 14.4% |

| 当期成本率 (%) | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--|-------|-------|-------|-------|
| 佣金率 | | 7.6% | 7.4% | 7.8% | 8.1% |
| 行政费用率 | | 14.3% | 14.2% | 14.5% | 14.6% |
| 赔付率 | | 40.2% | 40.2% | 41.0% | 41.8% |
| 退保率 | | 5.8% | 6.1% | 6.2% | 6.3% |
| 准备金提转差 | | 47.5% | 47.7% | 45.3% | 45.9% |

| 资产/负债增长率 (%) | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--|-------|-------|-------|-------|
| 总资产增长率 | | 11.8% | 13.4% | 11.4% | 11.1% |
| 投资资产增长率 | | 15.9% | 13.4% | 11.4% | 11.1% |
| 总负债增长率 | | 13.3% | 13.9% | 10.7% | 10.6% |
| 寿险准备金增长率 | | 12.5% | 13.9% | 10.7% | 10.6% |
| 股东权益增长 | | 0.7% | 9.3% | 17.1% | 15.2% |

| 估值分析 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--|--------|--------|--------|--------|
| PE | | 12.24 | 9.32 | 6.89 | 6.62 |
| PB | | 1.32 | 1.21 | 1.03 | 0.89 |
| PEV | | 0.58 | 0.51 | 0.45 | 0.39 |
| 隐含新业务倍数 | | -19.20 | -22.05 | -23.56 | -25.71 |

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。



机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|------|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华北区销售 | 赵岚琦 | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张斓夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 王哲毓 | 18735667112 | wangzheyu@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙憧 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jiali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王爽 | 18217448943 | wangshuang3@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王赫然 | 15942898375 | wangheran@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 张佳琳 | 13923488778 | zhangjialin@cindasc.com |
| 华南区销售 | 宋王飞逸 | 15308134748 | songwangfeiyi@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。