

唯坚定改革者， 首见曙光

——2022年度保险行业投资策略

行业评级：看好

2021年11月28日

姓名 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

姓名 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

联系人 洪希柠
邮箱 hongxining@stocke.com.cn

1、经营展望：负债端压力犹在，投资端预计稳健

(1) 人身险：NBV同比-9%，环比收窄9pc，降幅呈现前高后低态势。

- ①NBV：22年同比-9%，降幅环比21年收窄9pc，主要考虑新单保费预计降幅收窄，新业务价值率仍然下滑，但趋势放缓；从节奏上看，降幅呈现前高后低态势，22Q2降幅明显收窄，首现改善拐点。
- ②队伍：险企代理人队伍清虚扩实，但进度不一，预计早启动、力度大的公司更有可能在22年最先走出低谷。
- ③产品：以养老、教育等年金险为代表的储蓄类产品及中高端健康险持续增长。
- ④服务：健康管理及养老服务持续深化打造，促进保险产品的销售；⑤续期业务品质：品质不佳，退保率抬升，继续率下滑。

(2) 财产险：预计原保费增速呈逐季回暖态势，综合成本率小幅改善。

- ①保费：车险综改影响减弱，预计保持个位数正增长；非车受意健险、责任险、农业险等提升，预计增速前低后高。
- ②综合成本率：车险精耕细作，非车竞争更加理性，保证险出清，大灾影响减小，预计综合成本率小幅改善。

(3) 投资端：资产规模低速增长，投资收益率小幅波动，但总体持平。

- ①资产规模将低速增长：新单及续期双重压力下，总体投资资产规模低速增长；权益市场投资难度加大，固收类配置有望提升。
- ②投资收益率小幅波动：预计净投资收益率同比持平，总投资收益率小幅波动，总体保持稳健。长端利率进一步大幅下滑的空间较小，对净投资收益率形成支撑；房地产风险逐渐缓解，权益市场存在结构性机会。

2、投资策略：关注寿险改革坚定者及产险龙头

- **保险板块绝对收益空间有望打开。**当前保险板块公募基金持仓超低位，估值超低位，安全边际高。预计22Q2起NBV降幅明显收窄，首现改善拐点，预计队伍清虚早启动、力度大的公司更有可能在22年最先走出低谷。
- **关注寿险改革坚定者及产险龙头。**①寿险：保险企业的核心竞争优势将按照绩优人力→康养核心服务→康养生态圈这三个阶段逐层递进构建。关注队伍率先且坚定转型的个股，对应中国平安、中国太保；②产险：关注受益于车险集中度提升的龙头个股，对应中国财险。

3、风险提示：寿险队伍转型进度不及预期，疫情反复，地产风险扩大，长端利率大幅下行，严监管政策加剧。

目录

CONTENTS

01

22年经营展望

宏观环境|监管政策|保险经营

02

投资策略

板块行情|个股甄选

03

风险提示

01

22年 经营展望

宏观环境

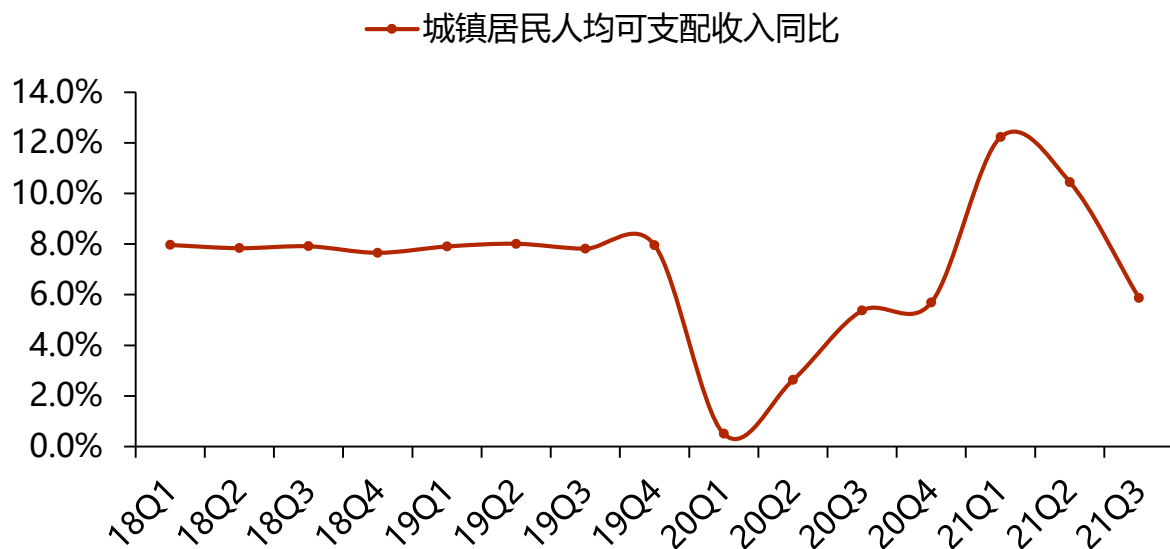
监管政策

保险经营

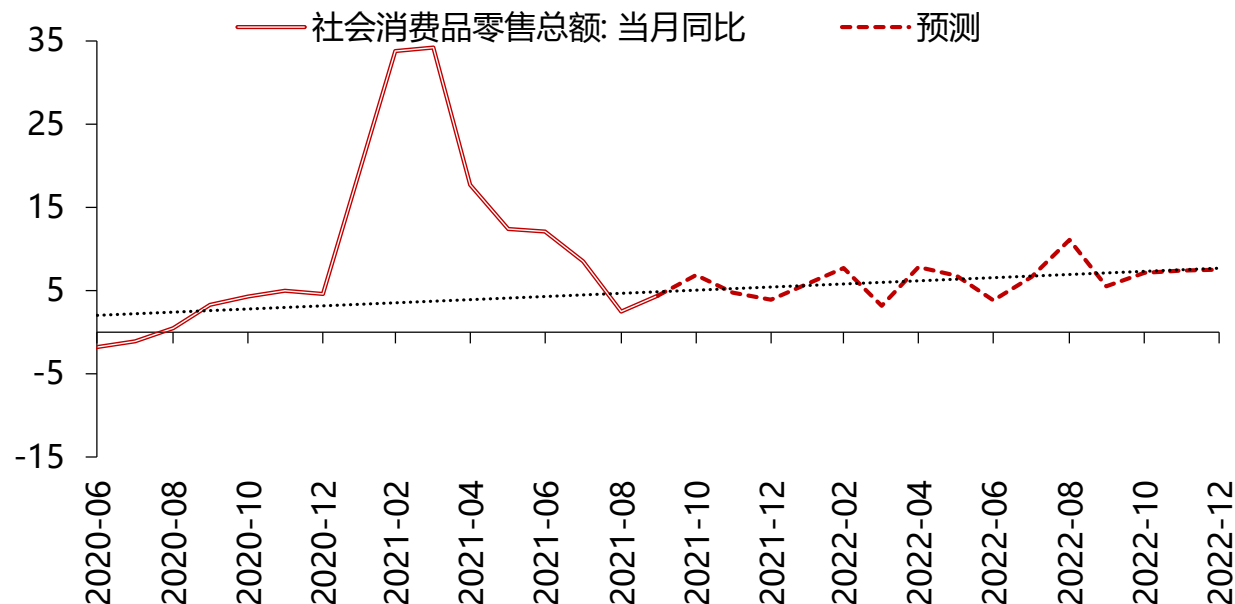
居民收入增长继续改善，消费增速加快回升。

- **城镇居民人均可支配收入**：21年同比增速回升，21年前三季度单季增速分别提升11.7pc、7.8pc、0.5pc，预计随着经济恢复稳定增长，居民收入有望继续改善，尤其高收入人群增速加快，为保险消费需求的增长提供支撑。
- **社会消费品零售总额**：根据浙商证券宏观研究团队预测，22年社零总额同比增速6.9%，高于21年4~5%左右的增速中枢，全年节奏上，呈现逐季修复态势，主要由于疫情影响渐次弱化，消费景气的提升使得保险销售的环境有所改善。

21年城镇居民人均可支配收入增长有所改善



预计22年社零总额增速加快



数据来源：Wind，浙商证券研究所。

严监管态势不会改变，多样化的保障类产品、长期储蓄、服务融合受到监管支持。

政策类别	政策要点
销售行为	<ul style="list-style-type: none"> • 全面推行“双录”：取消之前仅针对60岁以上人群“双录”的规定，不分年龄，对电销、网销、面销一年期以上的人身险、面销产险，均必须施行保险销售行为可回溯管理，预计22年初实施。 • 专项治理：重点治理误导销售（如以银行理财等金融产品名义宣传或片面夸大保险产品）、异化产品（如变相改变现金价值、捆绑销售）、管理失当（如内勤管理人员授意，或未采取必要措施制止、纠正违规销售行为）。
人员及运营	<ul style="list-style-type: none"> • 人员管理：重点治理人员管理弄虚作假、松散失序等行为。 • 运营管理：重点治理通过虚假承保、虚列费用、虚挂业务、虚挂人头套取资金，账外暗中支付手续费等行为。
产品供给	<ul style="list-style-type: none"> • 产品多样化：支持普惠性的保险、长期护理保险、特定人群的保险（老年人、儿童、新业态从业人员、区域性人员）。 • 养老保险：根据不同客群（如年龄、风险偏好、财务状况），提供差异化的第三支柱产品。 • 衔接服务：鼓励养老险、医疗险、重疾险等产品与老龄照护、养老社区、健康管理服务有效衔接，融合发展。 • 万能险：鼓励长期，提升保障，保障期限不低于5年，鼓励20年及以上的万能险，并且附加重疾、意外等保障险。

资料来源：银保监会，浙商证券研究所。

预计22年上市险企NBV同比-9%，降幅收窄9pc，降幅前高后低，财产险保费及综合成本率逐季改善，投资端总体保持稳健。

核心因素

22年经营展望

人身险

NBV同比收窄9pc至-9%，节奏看，降幅前高后低：

- **NBV：**主要上市险企NBV同比-9%，降幅环比21年收窄9pc，主要考虑新单保费预计降幅收窄，新业务价值率虽仍然下滑，但趋势放缓；从节奏上看，降幅呈现前高后低态势，22Q2降幅明显收窄，首现改善拐点
- **队伍：**险企代理人队伍清虚扩实，但进度不一，预计早启动、力度大的公司更有可能在22年最先走出低谷。
- **产品：**以养老、教育等年金险为代表的储蓄类产品及中高端健康险持续增长。
- **服务：**健康管理及养老服务持续深化打造，促进保险产品的销售。

续期业务品质不佳，但恶化有所趋缓：

- 预计退保率继续抬升，继续率仍有下滑，但有所趋缓，主要受到持续的严监管及内部人力流失的影响。

财产险

保费增速逐步回暖，综合成本率小幅改善：

- **保费：**车险综改影响减弱，预计个位数增长；非车得益于意健险、责任险、农险提升，预计增速前低后高。
- **综合成本率：**车险精耕细作，非车竞争更加理性，保证险出清，大灾影响减小，预计财产险综合成本率小幅改善。

投资端

投资资产规模低速增长，资产结构更为稳健：

- 受新单及续期的双重压力，总体投资资产规模低速增长；权益市场投资难度加大，固收类配置有望提升。

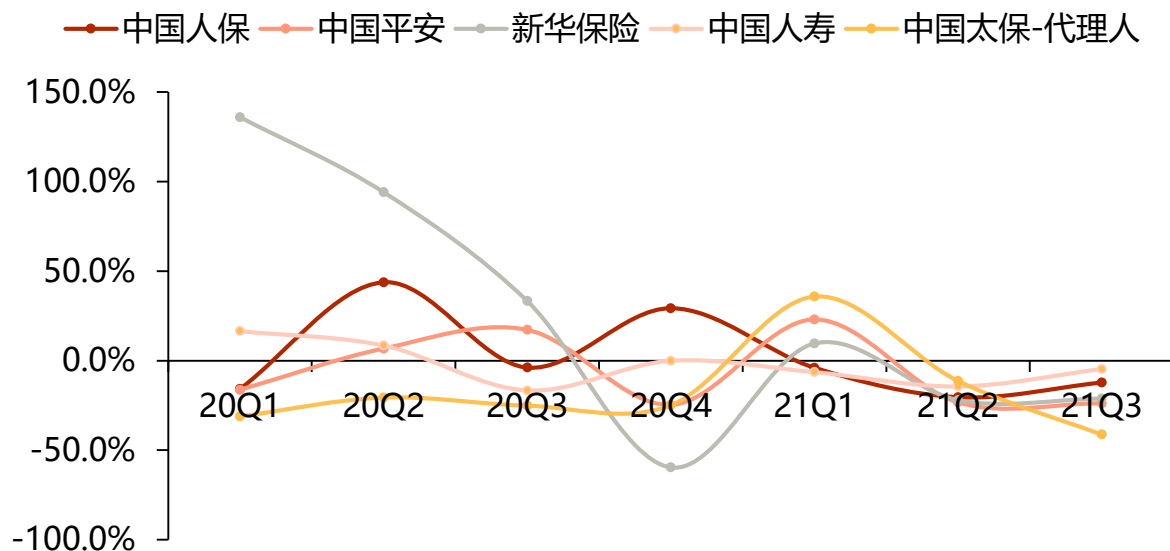
净投资收益率同比持平，总投资收益率小幅波动：

- 长端利率进一步大幅下滑的空间较小，对净投资收益率形成支撑；房地产风险逐渐缓解，权益市场投资难度加大，总投资收益率预计小幅波动，投资端总体看保持稳健。

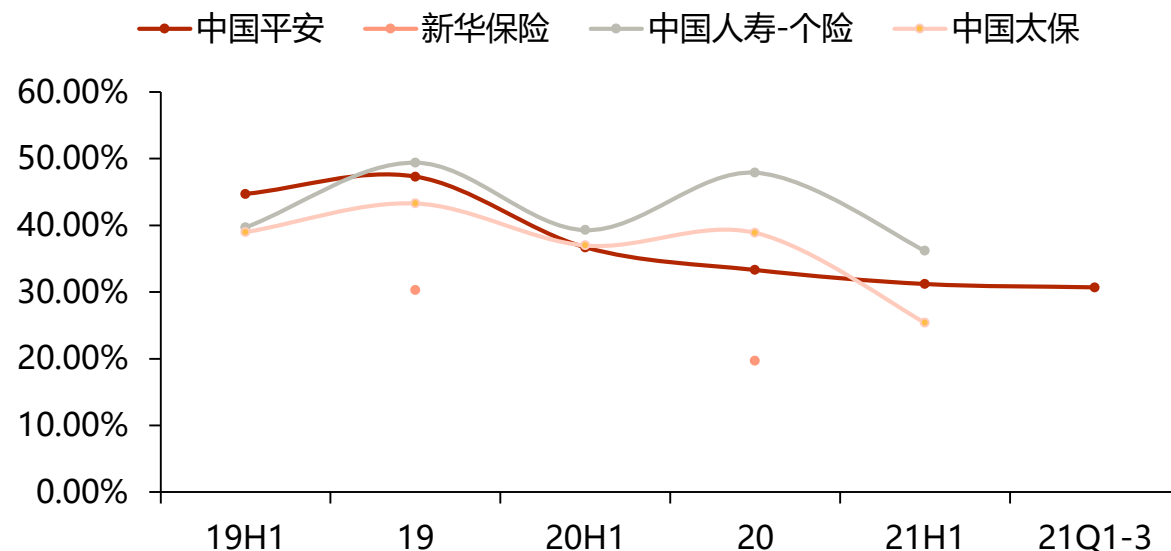
NBV总额：预计NBV降幅收窄9pc，全年同比-9%，主要原因为新单保费有所改善，新业务价值率下行趋缓。

- 21H1主要上市险企NBV下滑明显，除了中国太保，其他均为两位数的负增长，预计21全年同比-18%。
- 展望22年，预计上市险企NBV降幅收窄9pc至-9%：**单个企业看，预计22年NBV同比增速，平安(-8%) > 国寿/太保(-9%) > 人保(-10%) > 新华(-13%)，主要原因①新单保费降幅收窄：随着虚人力的大幅清除，及绩优人力的产能提升，预计新单保费降幅收窄；②新业务价值率下行趋缓：受益于居民保险需求的逐步释放，长期保障型产品，尤其中高端医疗险仍将保持较好的增长，险企总体的产品结构更加均衡化，高NBVM的产品销售改善，带来总体价值率的改善。

新单保费21Q1增长较好，Q2、Q3下滑



NBVM持续下行



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。中国平安的新单保费为用于计算NBV的首年保费。

NBV节奏：预计降速呈现前高后低态势，22Q2开始，行业NBV降幅明显收窄，首现改善拐点，Q3-Q4震荡向好。

Q2降幅明显收窄，首现改善拐点，驱动因素如下：

- **人力下滑趋势缓解：**险企持续出清虚人力，相比清虚前，人力减少60%以上，人力下滑趋势缓解，尤其改革坚定者有望最先改善。
- **储蓄类产品贡献：**作为需求旺盛的储蓄类产品，险企加大运作力度，有望带来持续的增量。

22Q1

22Q2

22Q3

22Q4

Q1预计继续较大负增长，主要受以下因素影响：

- **21Q1的高基数：**21Q1，上市险企通过充分的开门红筹备、新旧重疾切换营销，取得了不错的业绩，基数较高。
- **22Q1的常态化运作：**监管要求熨平业务波动，不做短期炒作的业务推动，同时，险企21年目标压力大，21Q4的较多精力放在冲刺21年目标上，对22Q1的筹备延后，业绩不仍乐观。

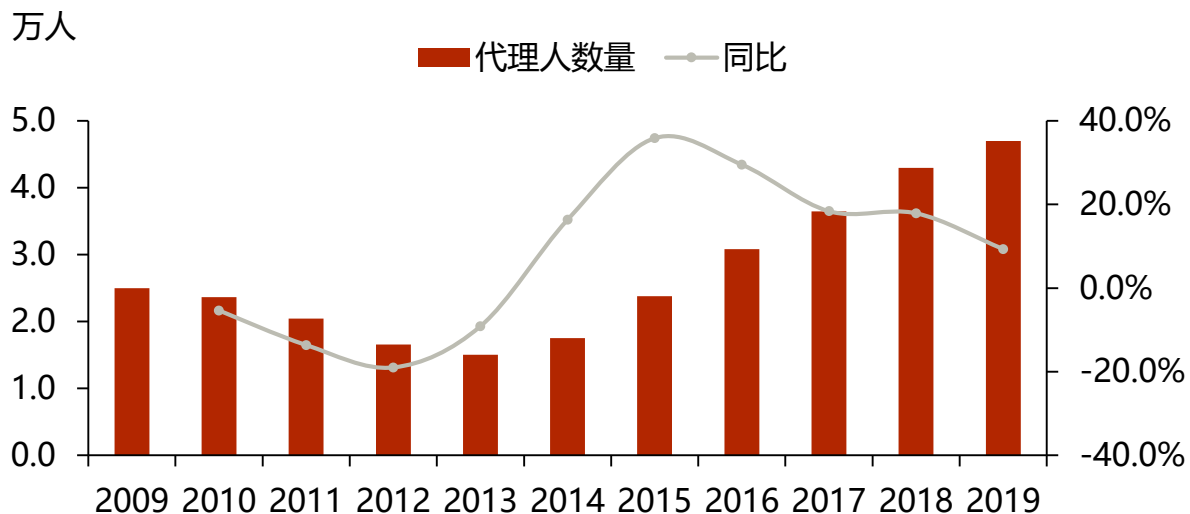
Q3-Q4预计震荡向好，影响因素如下：

- **队伍质量需进一步夯实：**不同险企的队伍质量有所分化，根基不牢的险企将面临深度调整，健康人力或在波动中进一步夯实。
- **需求端逐渐回暖：**随着疫苗接种普及、防控机制成熟等利好因素，预计新冠疫情对经济的影响减弱，需求端收入预期回归，对于可选消费渐次释放，总体利于保险产品的销售回暖。

险企人力清虚扩实，但进度不一，预计早启动、力度大的公司更有可能在22年最先走出低谷。

- **友邦经验：**2010年开始转型最优代理人策略，历时4年，人力从2009年的2.5万人，下降40%至2013年末1.5万人，随后开始稳步、健康增长。
- **上市险企人力触底判断：**平安率先实施队伍改革，21Q3相比19年初，人力-46%，有望22年最先走出低谷，国寿、太保随后，人保虽然启动较晚，但清虚力度大，有望加速拐点的出现，新华受18-20增员策略拖累，人力清虚启动晚，压力较大。

友邦2010-2013年转型期代理人数量持续下降，2014年开始恢复增长



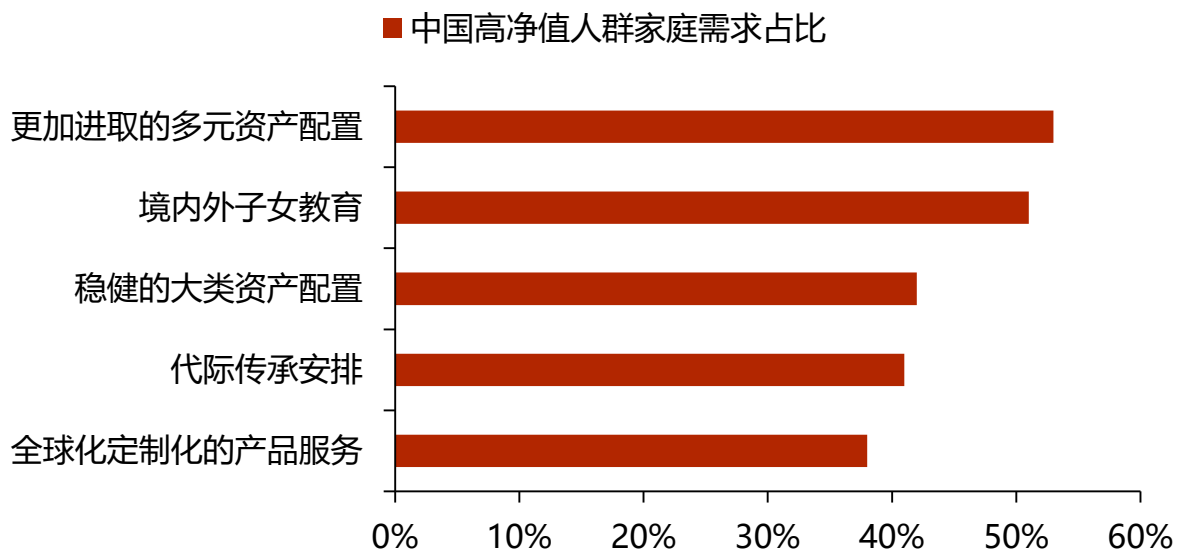
数据来源：中国保险年鉴，公司公告，浙商证券研究所。

公司	队伍转型开始时间	清虚力度 (相比清虚前的人力降幅)	人力预计触底稳定的时间次序
平安	• 2019H1	• -46% (至21Q3)	• 早
国寿	• 2020H2	• -42% (至21Q3)	• 中
太保	• 2020H1	• -19% (至21Q2)	• 中
人保	• 2020H2	• -51% (至21Q2)	• 中
新华	• 2021H1	• -27% (至21Q2)	• 后

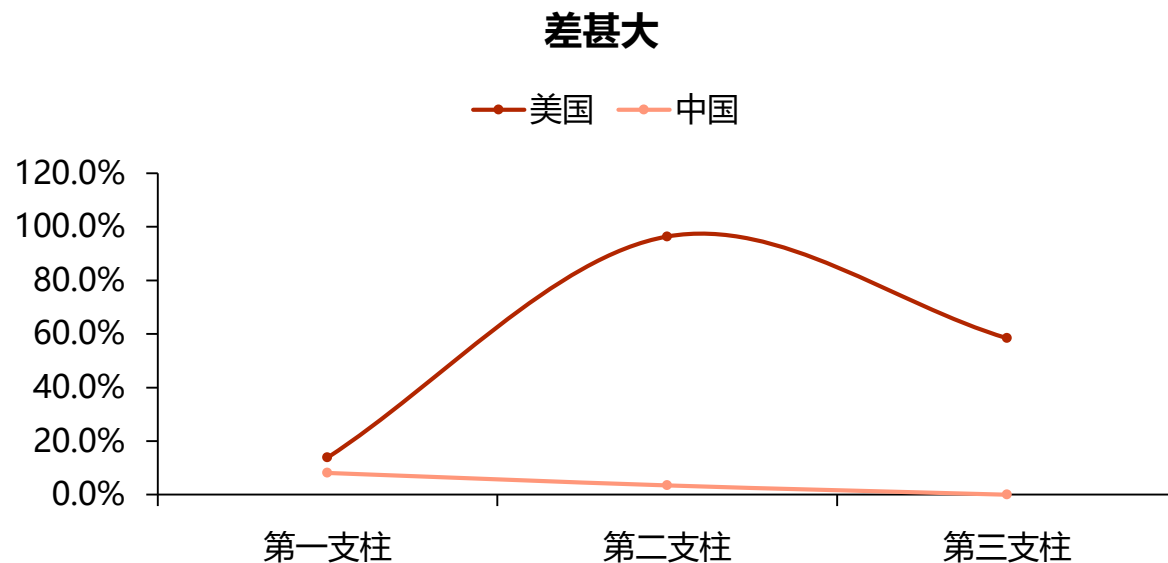
预计以年金险为代表的储蓄类产品及中高端健康险温和增长。

- **财富管理时代背景下，储蓄类保险分羹受益：**在“房住不炒”政策下，房地产投资价值及吸引力下降，中高净值人群的金融资产配置增加；由于资产新规下银行理财产品的“刚兑”打破，市场上低风险偏好的客户需要新的替代品，以年金型产品为代表的储蓄型保险成为唯一“刚兑”，叠加险企对此类产品全年度常态化运作，长储类产品（包括教育金、养老金、财富传承性质的产品等）迎来发展机遇。
- **中高端健康险将温和增长：**惠民保主要冲击了下沉的健康险市场，对于保障更全、服务更优的中高端医疗险，仍将温和增长。

高净值人群对稳健的大类资产配置需求靠前



养老金三支柱占GDP比例：中国第二、三支柱与美国相



数据来源：《2021中国私人财富报告》，人社部，浙商证券研究所。

健康管理及养老服务持续深化打造，未来有望形成保险产品的差异化竞争优势，进而促进保险产品的销售。

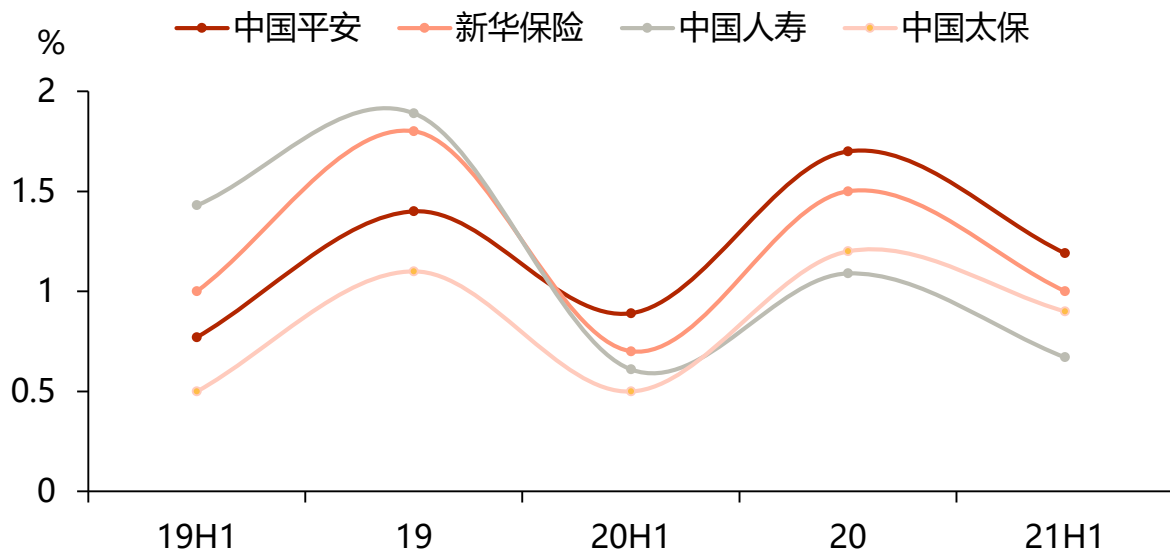
服务类别	典型险企的服务内容
健康服务	<p>平安臻享RUN:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 聚焦五大场景: 健康、亚健康、医疗、慢病、大病。 • 构建三个层级的服务体系: 乐享RUN、尊享RUN和尊享RUN Plus三个版本，乐享RUN包括一名家庭医生，日常健康服务、小病专业诊疗、慢病预防管理、大病专案管理的服务；尊享RUN在此基础上，增加音视频问诊服务和运动涨保障权益；尊享RUN Plus则提供包括私家医生、私人教练等12项核心服务的全面计划。 <p>太保蓝本:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 三个层级的差异化服务: 普惠版、专业版和尊享版，围绕就医的核心需求，提供诊前、诊中、诊后的健康管理服务，提供三甲专家预约、三甲专家病房、三甲专家手术、二次诊疗、多学科会诊、海外就医协助等10项服务，截至21H1，覆盖客户数超1600万。
高端养老社区	<p>平安臻颐年:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 首个高端产品线颐年城: 深圳蛇口核心地段，终身管家服务，国际标准的暖心照护，整合核心医疗资源的定制化服务。 <p>太保家园:</p> <ul style="list-style-type: none"> • “颐养、乐养、康养”三位一体的全龄覆盖: 目前已在7个城市落地8个项目，建立度假型、城郊型、城市型三大产品线，覆盖低龄、中龄、高龄的多元化养老服务需求，截至21H1，累计发放超1.4万份入住资格。

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

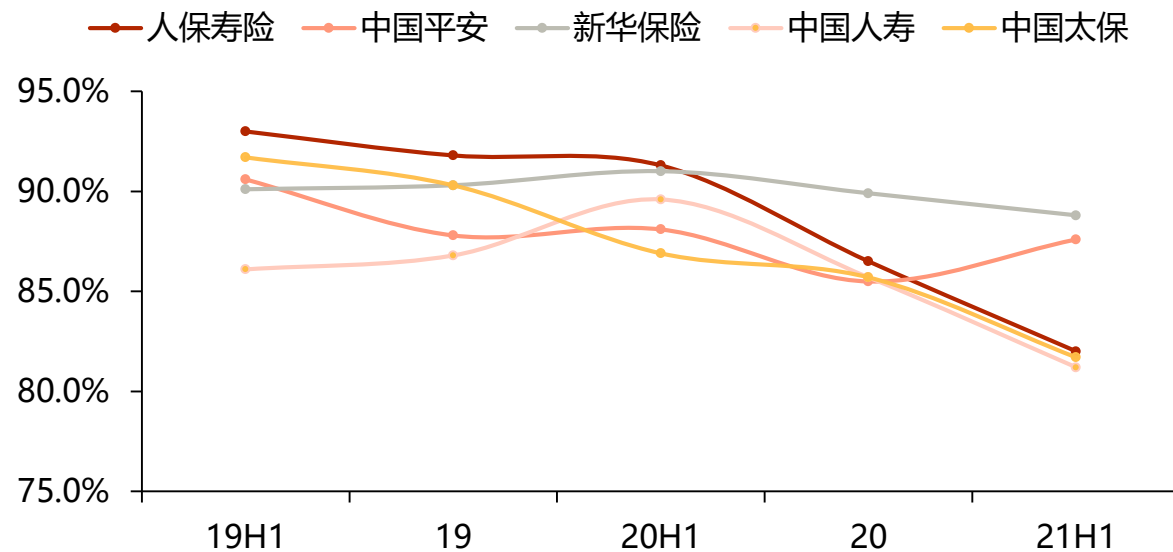
预计退保率继续抬升，继续率仍有下滑，但有所趋缓，主要受到持续的严监管及内部人力流失的影响。

- **监管强调对客户权益的充分保证：**随着客户逐渐理性和专业，对保险的认知和理解更为深入，历史诸多销售误导、异化产品等方式销售的保单，在面临质疑时，监管强调客户权益的维护，对险企形成较大的退保压力。
- **队伍人力的持续流失：**离职人员导致保单的服务中断，孤儿单客户体验较差，新的对接人员短期内需要重建信任纽带，难度大，且缺乏激励，最终影响客户续保。

21H1，退保率同比抬升



13月继续率总体呈下滑趋势

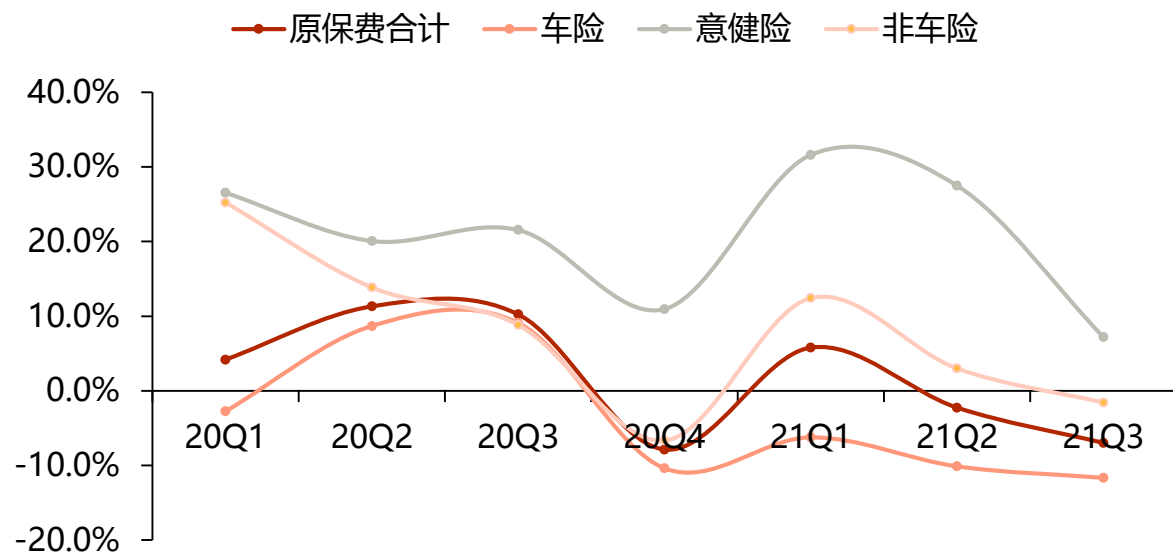


数据来源：公司公告，浙商证券研究所。国寿为14月保费继续率。

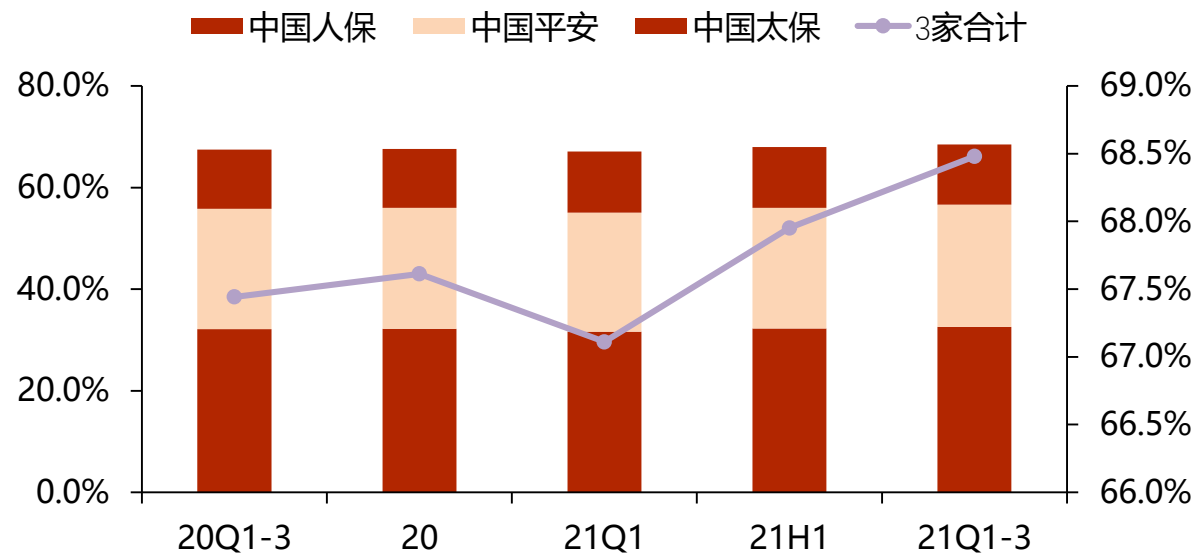
预计22年财产险行业保费增速逐步回暖，行业格局向好，龙头险企车险市占率进一步提升。

- **行业原保费：**预计21Q4正增长，22Q1受高基数影响，增长压力较大，后续增速逐步恢复，主要原因①车险综改政策影响减弱，总体低基数基础上，恢复小幅增长；②保证险出清后，非车轻装前行，前景广阔。
- **前3家险企车险市占率：**预计22年进一步提升。自车险综改后，前3家险企车险保费市场占有率提升1.0pc至68.5%，21Q1-3，人保、平安、太保同比分别提升0.5pc、0.4pc、0.2pc至32.6%、24.1%、11.8%，车险未来的竞争更需要修炼内功，精耕细作，中小险企既往的投费用拉保费方式难以为继，龙头险企的平台规模优势凸显。

财产险行业原保费21Q2、Q3持续下滑，Q3降幅扩大



21Q1-3，前3家险企车险市场占有率同比提升1.0pc



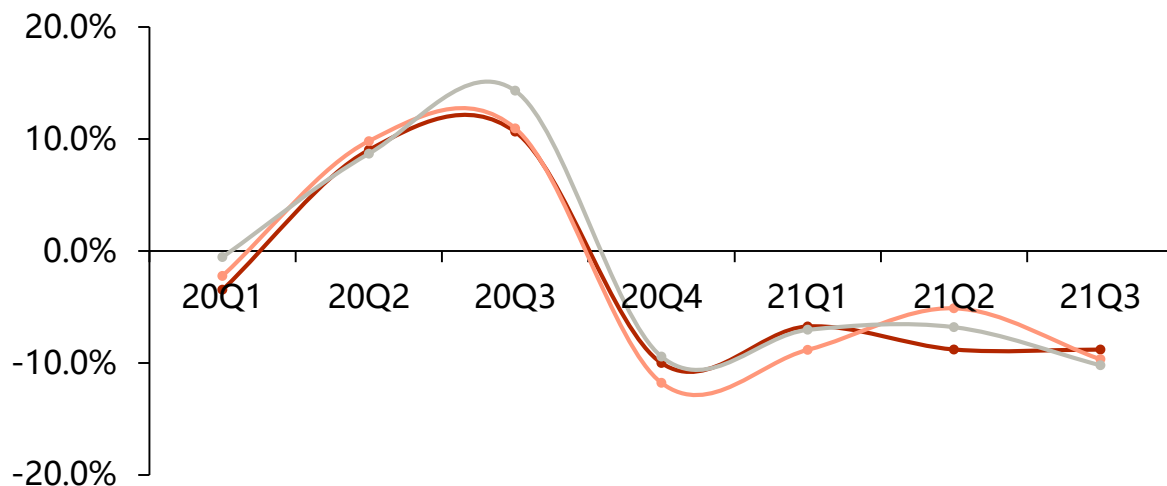
数据来源：银保监会，公司公告，浙商证券研究所。

车险保费预计22年个位数正增长，非车保费增速前低后高。

- **车险保费：**21M10开始，车险综合改革实施满一年，预计主要上市险企21Q4车险保费正增长，随着综改影响的减弱，市场集中度的提升，龙头险企22全年预计达成个位数正增长。
- **非车保费：**预计22年增速前低后高，22Q1由于高基数影响，增速略低，随后温和回升，主要驱动因素来自于意健险、责任险、农业险等险种的持续增长。

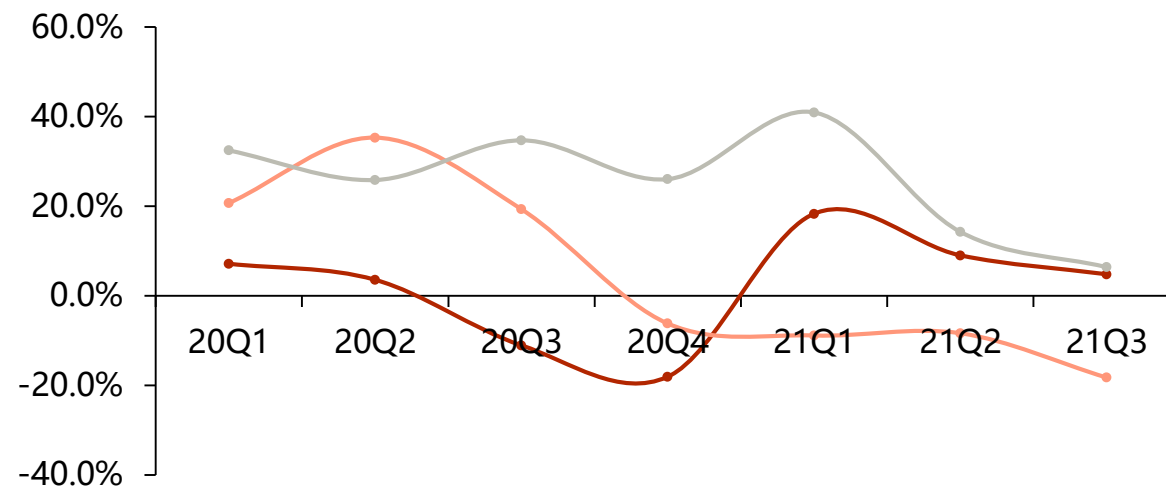
21年主要上市险企车险保费持续负增长

— 人保-车险 — 平安-车险 — 太保-车险



21年非车保费同比：人保、太保增速放缓，平安下滑

— 人保-非车 — 平安-非车 — 太保-非车

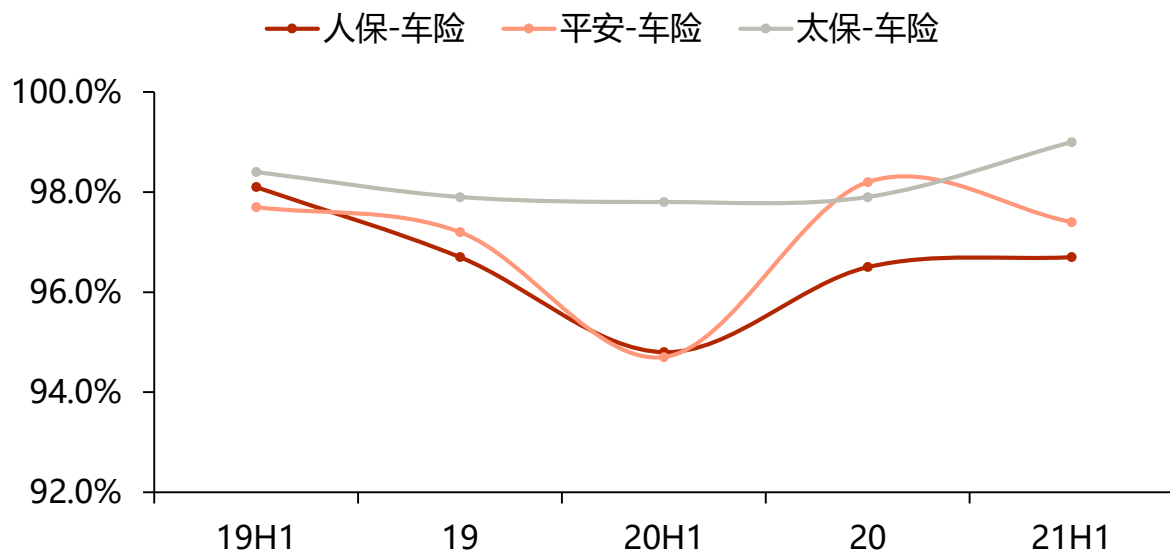


数据来源：银保监会，Wind，公司公告，浙商证券研究所。

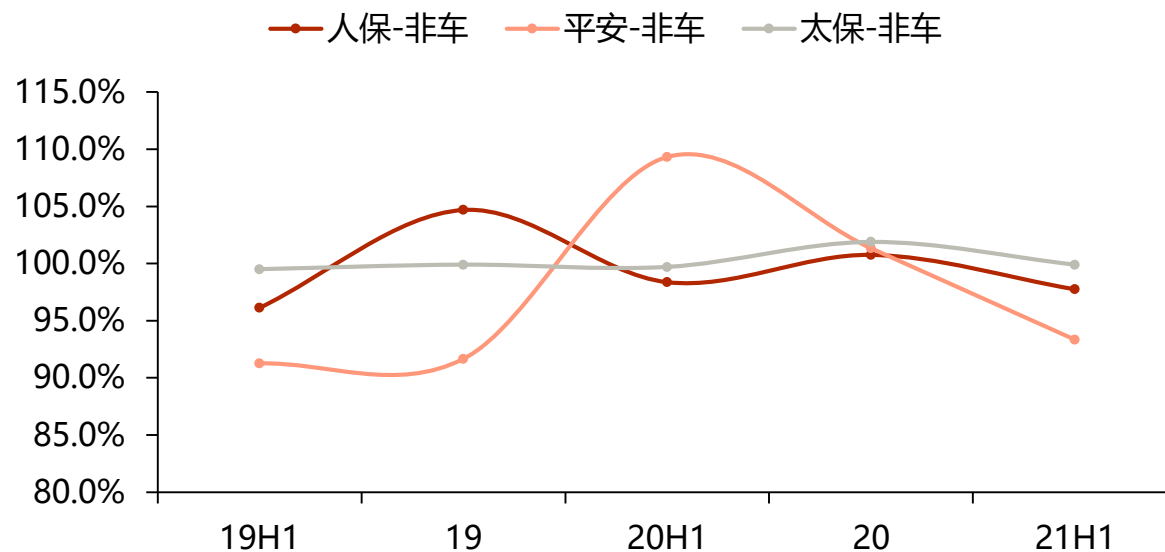
车险综合成本率预计小幅改善，非车险综合成本率有望进一步优化。

- **车险综合成本率**：预计22年小幅改善，主要受益于压降销售费用、优化客群结构等深耕细作的举措，龙头险企由于规模优势，以及丰富的基础数据支撑，定价能力强，优势凸显。
- **非车险综合成本率**：预计22年进一步优化，考虑到虽然非车市场竞争越趋激烈，但21年的一系列大灾事件，有望倒逼险企竞争更加理性，销售费用率有望下降，同时21年的赔付上升主要受到河南水灾等事件影响，且随着保证险大幅出清，预计22年赔付率有所下降。

车险综合成本率：21H1，平安下降，人保、太保上升



非车综合成本率：人保、太保基本稳定，平安明显改善



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。本页非车险数据包含意健险，人保、平安的非车综合成本率采用保费收入加权平均计算。

预计长端利率不会大幅下行，权益市场仍有结构性机会，房地产风险得到控制和改善，保险投资端总体保持稳健。

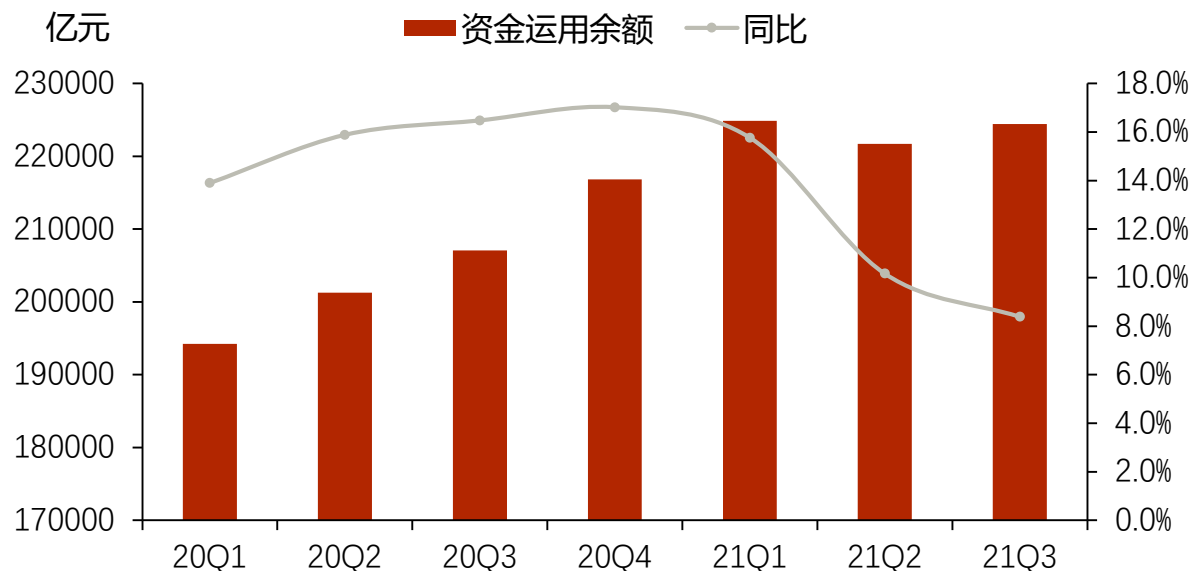
基础变量	22年走势判断
长端利率	<p>长端利率震荡企稳：</p> <ul style="list-style-type: none"> 根据浙商证券2022年宏观年度策略，随着CPI中枢抬升，全面降息的概率不大：预计Q1稳健略宽松，以宽信用为主要形式；Q2稳健中性；Q3-4由于经济低基数，货币政策不需过度宽松，预计为稳健略宽松。
权益市场	<p>权益市场仍将表现出较为明显的结构性特征：</p> <ul style="list-style-type: none"> 新能源以及相关链条带动的产业再造逻辑仍将凸显，权益市场的结构性机会仍然存在。
房地产风险	<p>地产行业政策执行层面纠偏，投资风险逐步改善：</p> <ul style="list-style-type: none"> 地产政策执行纠偏验证：10月信贷数据显示按揭贷款投放正在修复，10月按揭投放3483亿，环比多增1013亿。 房地产信贷调控或有进一步边际放松，开发贷有望企稳，首套房的按揭贷可能率先改善。

数据来源：中国人民银行，浙商证券研究所。

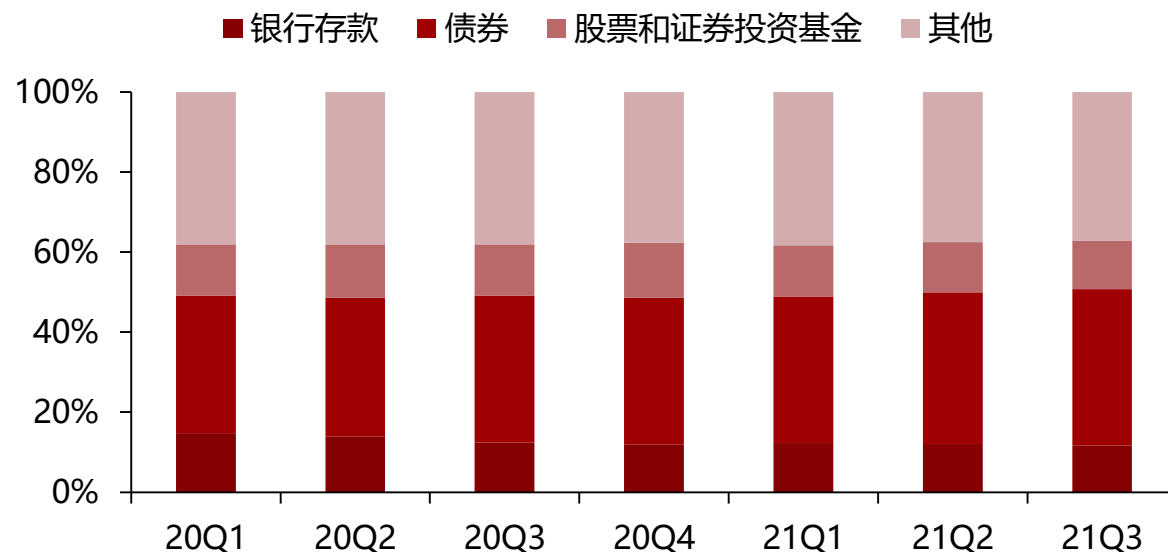
预计22年行业保险资金同比保持低速增长，固收类占比提升，投资资产结构更为稳健。

- **行业保险资金运用余额：**预计保险投资规模保持低速增长，主要受到续期及新单业务不佳的双重影响。
- **投资资产类别：**预计固收类占比提升，整体投资结构更为稳健，主要考虑到22年权益市场以结构性机会为主，难有全面的大行情，权益资产投资机会减少。

保险资金运用余额同比保持增长



债券类投资增加，股票及基金减少

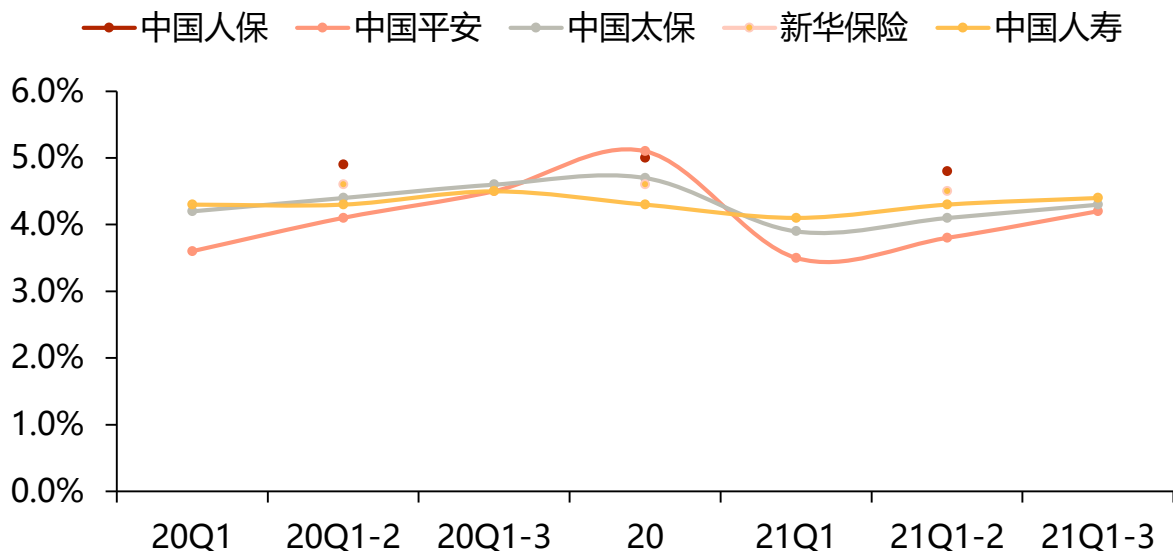


数据来源：银保监会，浙商证券研究所。

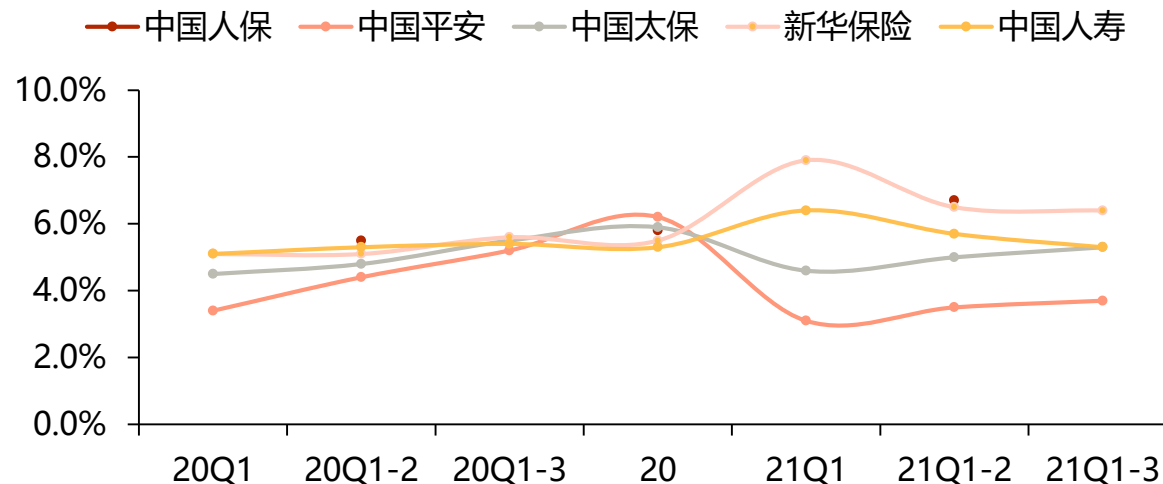
预计22年净投资收益率同比持平，总投资收益率小幅波动，总体保持稳健。

- **净投资收益率**：预计22年与21年持平，主要原因是21年经历了长端利率的趋势性下滑，但22年进一步大幅下降的空间很小，预计对净投资收益率形成支撑。
- **总投资收益率**：预计22年小幅波动，主要考虑到房地产风险预计逐步缓解，但受权益市场投资难度加大影响，险企需准确把握结构性投资机会，并适时兑现收益。

主要上市险企净投资收益率略有下降



除平安外，主要上市险企总投资收益率21H1同比提升，21Q1-3小幅波动



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

02

投资策略

板块行情

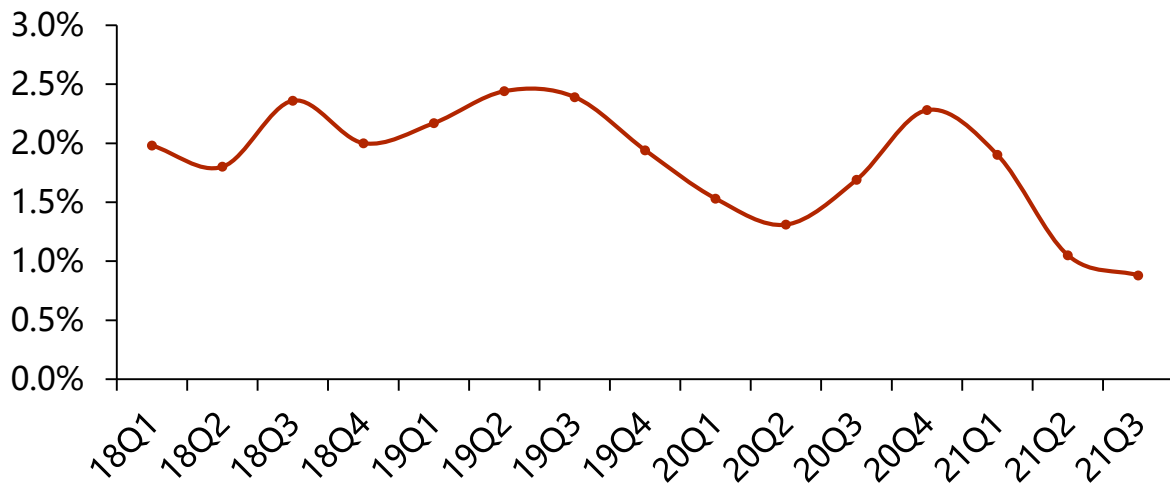
个股甄选

公募基金持仓超低位，估值超低位，充分反映市场极度悲观的预期，安全边际高，绝对收益空间有望打开。

- **持仓超低位**：21Q3，公募基金对保险股的重仓持股占保险股市值比例，从20年末的2.28%降至0.88%，处于历史低位。
- **估值超低位**：从保险板块PE估值水平看，21Q3末仅有8.41倍，为近10年来的最低位；从与全部A股比较看，保险股低于A股PE的差值也是最大，仅为A股PE的44%。
- **绝对收益可期**：预计22Q2起NBV降幅明显收窄，首现改善拐点，预计队伍清虚早启动、力度大的公司更有可能在22年最先走出低谷。

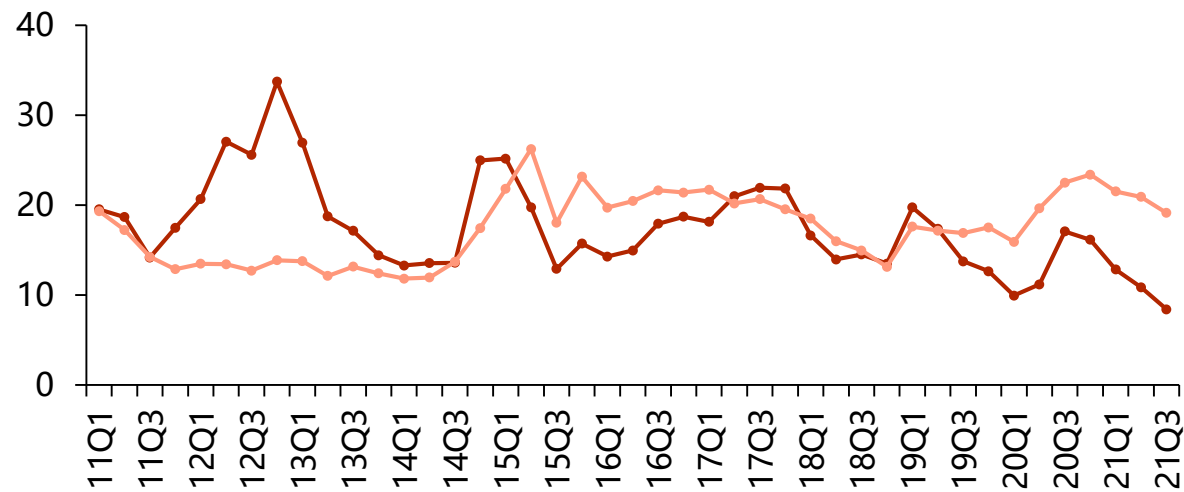
公募基金持仓处于低位

—●— 保险股基金重仓持股比例



保险股PE估值处于近10年最低，与A股差距最大

—●— 保险股PE —●— 全部A股PE



数据来源：Wind，浙商证券研究所。

竞争优势构建从绩优人力→康养核心服务→康养生态圈，是保险公司走出低谷，开启第二增长曲线的核心路径。

第一阶段：中短期看绩优人力增长

- 高质量的代理人队伍是市场的需求、监管的要求，更是保险公司转型，实现第二增长曲线的必要根基与核心要素。
- 绩优人力的稳健增长与产能提升，是当前保险公司转型的首要任务。

第二阶段：中期看健康、养老的核心服务

- 从单纯的、低频的、无感知的保险“产品”，转向丰富的、高频的、易感知、有体验的“产品+服务”，通过整合康养机构、医生/照护人员、医药资源，提供健康、养老的精准服务，解决客户的核心服务诉求，是保险公司发展的第二层次竞争优势。

第三阶段：中长期看健康、养老的生态圈

- 打通康养产业链上、下游资源，通过用户端、支付端、监管机构及科技端全面赋能康养核心服务，构建康养生态圈，形成第三层级的难以撼动的竞争壁垒。

从寿险队伍改革及车险集中度提升两条线展开，建议重点关注中国平安、中国太保、中国财险。

投资逻辑

- 寿险：寿险改革转型坚定者，有望率先走出低谷：**寿险第一阶段的竞争优势来源于高质量的代理人队伍，越早开始转型、转型力度越大、改革决心越坚定、最高领导层越支持，则这样的险企将最先走出低谷，实现触底反弹，开启新的稳健成长曲线。
- 产险：车险集中度提升利好龙头：**车险综改政策下，龙头产险公司依托强大的品牌和定价能力，优化客群结构，同时通过数字化转型提升经营效率，降低费用率，行业集中度将进一步提升，格局向好，利好龙头。

建议重点关注

中国平安
中国太保

中国财险

03

风险提示

1、寿险队伍转型进度不及预期

队伍的清虚对保险企业是个痛苦的过程，转型过程也涉及各方面的利益重塑，公司内部若不能形成转型的共识，不能上下同欲，不能坚决调整不适宜的组织及关键人员，外部不能很好的应对可能的舆论压力，则势必延缓转型进度，效果难以显现。

2、疫情反复冲击、扩大，宏观经济失速

国内疫情时有反复，若出现超预期扩大蔓延，将导致中国经济增长放缓，居民消费需求不振，保险销售困难。

3、房地产风险扩大

陆续出现的地产债务逾期案例，若未能有效化解，可能扩大，进而波及更多的房企，地产投资风险加剧。

4、长端利率大幅下行

长端利率若出现快速的大幅下行，将显著影响投资收益，险企出现严重的利差损。

5、严监管政策加剧

监管政策若出现更为严厉的要求，将影响险企既有的业务节奏，压制业绩改善。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>