

寿险曙光初破晓，财险乘风春意闹 ——东吴证券2022年保险中期策略报告

2022年7月10日

首席分析师：胡翔
执业证书编号：
S0600516110001
联系邮箱：
hux@dwzq.com.cn

证券分析师：葛玉翔
执业证书编号：
S0600522040002
联系邮箱：
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师：朱洁羽
执业证书编号：
S0600520090004
联系邮箱：
zhujieyu@dwzq.com.cn

研究助理：方一字
执业证书编号：
S0600121060043
联系邮箱：
fangyy@dwzq.com.cn

- **“天下苦秦久矣”，我国寿险业总体从2018年开始步入瓶颈期，市场持续等待寿险负债端拐点信号，虽然供给需求两端未出现实质性结构性改革成效，但机遇正在酝酿。**从供给侧来看，随着近年来清虚力度的加大，5月以来上市险企队伍有企稳迹象，我们认为优质上市险企不会重走“拉人头”的老路，队伍发展“优增”一条路，“内耗”仅徒劳。从需求侧来看，增额终身寿险销售带动新单企稳，得益于低利率环境和权益市场大幅波动环境下，安全性、收益性和流动性的综合优势逐步显现。重疾险需求短期难以再度爆发，新增人力是主要制约。从监管侧来看，当前已关注到寿险行业经营压力，进一步收紧概率不大。整体来看，2022年下半年结合低基数以及队伍产能的逐步恢复，3Q22-4Q22或将出现新单和队伍的“L型底部”。
- **财险乘风春意闹，高景气或延续至全年。**权益市场回暖，汽车整车板块大幅反弹，戴维斯双击可期。疫情蔓延对财险业务影响整体利大于弊，车险保费需求侧刚性，赔付率压力下降带动车险承保利润率明显改善。车险综改近两年，头部险企承保利润有望迎来量价齐升。值得注意的是，城市流量恢复具有滞后性，汽车出行率和赔付率的恢复是一个缓慢的过程。出行密度恢复的时间差内，车险出险率仍将维持低位。我们预计2022年头部财险公司承保利润和净利润将保持两位数强劲增长，业绩相对突出。
- **资产端或成为下半年超额收益的重要来源。**当前股价已price in极度悲观长期利率假设。我们预计下半年十年期国债到期收益率易上难下托底寿险估值。动态来看，对应2022年末，隐含的长端利率水平由高至低分别为国寿（3.2%）、平安（1.9%）、新华（1.4%）、太保（0.9%），已远远低于合理的中长期净投资收益率水平预期。
- **投资建议：财险 α 进行时：数星星不如数月亮，紧握景气度持续改善的财险板块；寿险 β 甜蜜期：新单孱弱已Price-in，头部险企转型成效初显。个股推荐顺序：中国财险、中国平安、中国太保。**



■ 第一章：2022年上半年回顾

■ 第二章：寿险曙光初破晓

■ 第三章：财险乘风春意闹

■ 第四章：资产端或成为下半年超额收益的重要来源

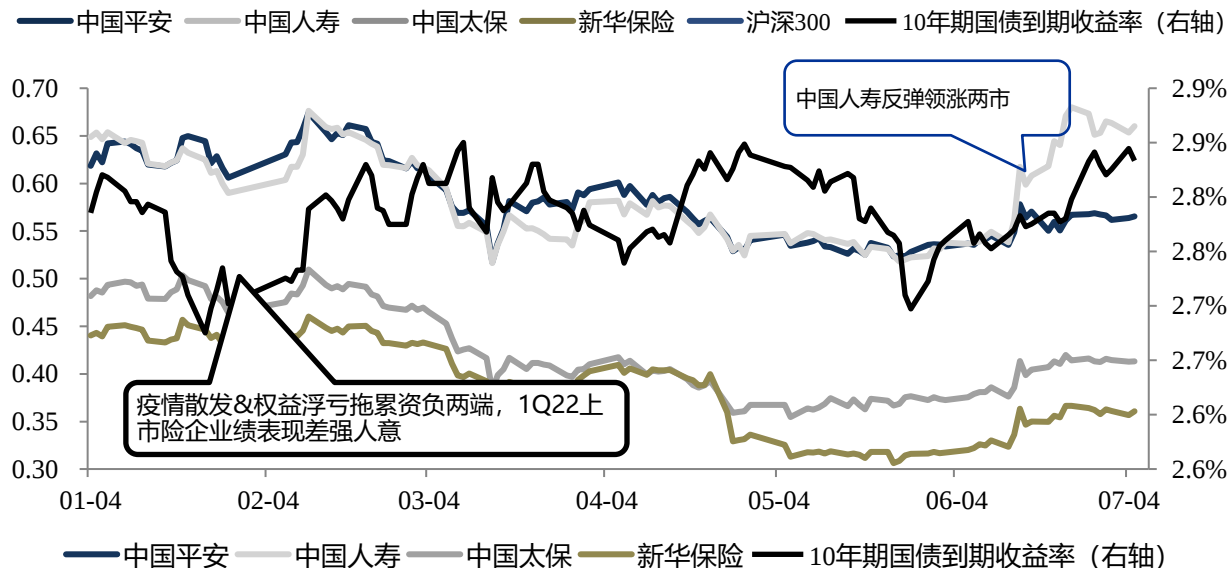
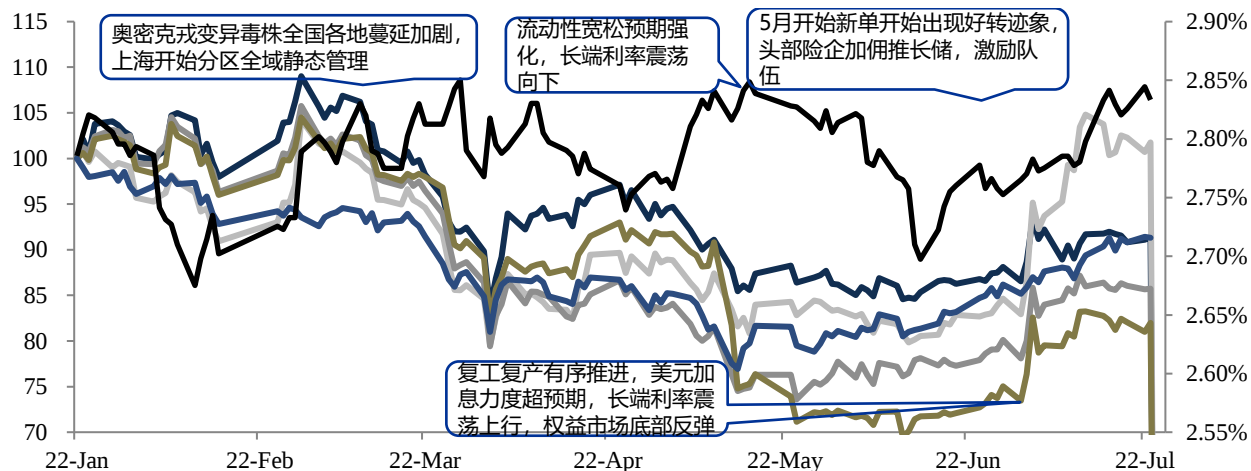
■ 投资建议：推荐中国财险、中国平安、中国太保

第一章：2022年上半年回顾

上半年走势回顾：疫情散发&权益市场拖累寿险股

- 奥密克戎变异毒株各地散发拖累寿险新单复苏进程
- 长端利率低位震荡，随着上海地区复工复产有序推进，6月权益市场和长端利率企稳向上，托底寿险板块估值
- 财险受益于疫情降低赔付成本和保费收入端偏刚性属性，相对收益明显。

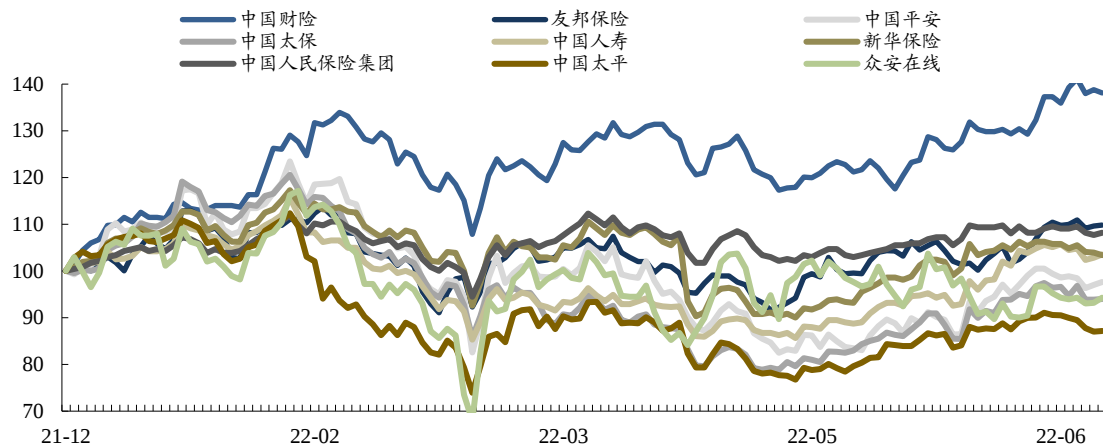
1H22 A股保险股走势复盘



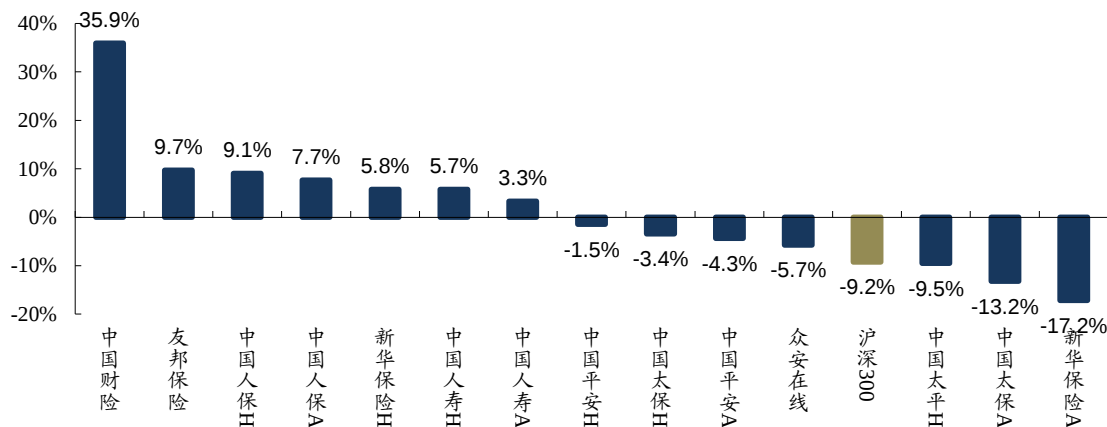
上半年走势回顾：财险股价表现一骑绝尘

- 1H22，A股中国人保上涨7.7%，跑赢保险大市和沪深300指数（-9.2%）。H股中国财险和中国人保分别逆势上涨35.9%和9.1%，显著跑赢大市。
- 财险保费增速彰显韧性，疫情蔓延短期影响利大于弊，业绩相对强劲优势，叠加2022年作为综改后首个会计年度业绩修复，是支撑上半年财险股价表现一骑绝尘的核心原因。

1H22 H股保险股走势复盘



1H22 A股和H股保险股累计涨跌幅一览



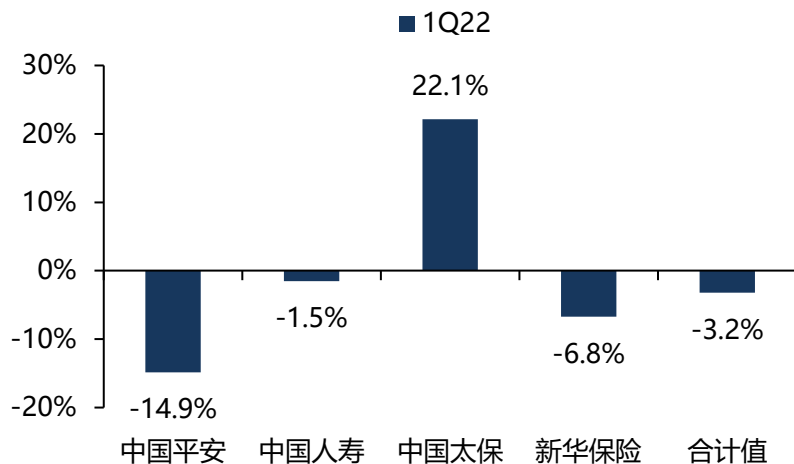
- 2022年一季度A股5家上市险企合计实现归母净利润513.61亿元，同比大幅下降36.4%；更能体现利润表全貌的归母综合收益为-44.92亿元，同比由正转负。除平安1Q22归母综合收益为258.29亿元外，其余上市同业归母综合收益均转负。我们预计1H22上市险企合计归母净利润降幅收窄至-20%（对应2Q22净利润增速为-5%）。
 - 主要系1) 1Q22权益市场大幅震荡，同期兑现浮盈基数较高；2) 由于1Q22权益市场大幅波动，可供出售金融资产公允价值大幅下滑，一季度内积累的浮盈大幅减少，部分险企甚至扭赢为亏，账面可供出售金融资产转为浮亏；3) 责任准备金补提侵蚀利润所致。
 - 1Q22沪深300和创业板指分别下跌14.5%和20.0%，权益市场表现极为低迷。2021年同期，沪深300和创业板指仅小幅下跌3.1%和7.0%，此外，长短端利率持续下行，1Q22一年期国债到期收益率较年初下行11.3pct至2.13%，十年期国债到期收益率小幅震荡较年初基本持平2.77%，我们预计750曲线2022年内将下行13.3bps。

上市险企1Q22主要业绩表现

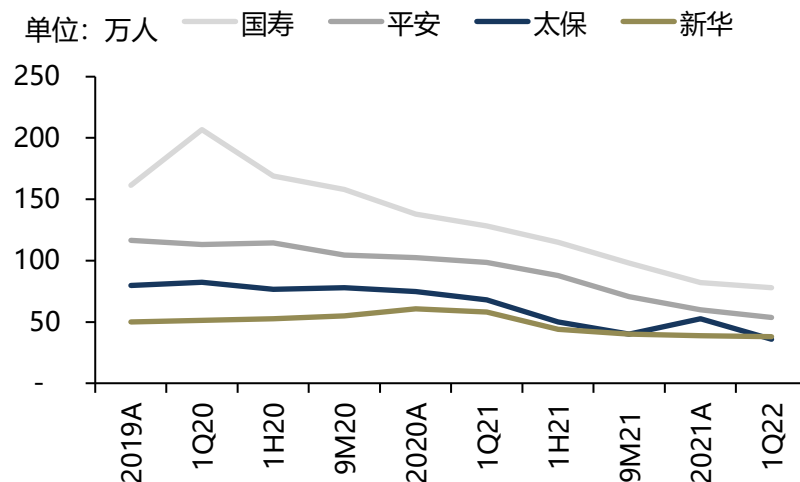
归母净利润（亿元）	1Q22	同比	归母综合收益（亿元）	1Q22	同比
中国平安	206.58	-24.1%	中国平安	258.29	-26.0%
中国人寿	151.78	-46.9%	中国人寿	-133.88	转负
中国太保	54.37	-36.4%	中国太保	-52.34	转负
新华保险	13.44	-78.7%	新华保险	-65.68	转负
中国人保	87.44	-12.9%	中国人保	-51.31	转负
合计值	513.61	-36.4%	合计值	-44.92	转负

- **个险渠道转弱，银保渠道重获焦点。**1Q21受提前开门红+旧版重疾定义炒停叠加影响，新单和价值均呈现两位增长。2022年伊始，奥密克戎变异毒株各地散发对队伍线下活动开展和居民保险消费需求释放造成一定冲击。
- 根据季报新单口径，1Q22上市险企合计实现新单原保费收入2,016.24亿元，同比下滑3.2%（1Q21同期+3.7%），单季同比增速由高至低分别为太保（+22.1%）、国寿（-1.5%）、新华（-6.8%）、平安（-14.9%）。太保新单同比增速显著高于同业主要系公司重启银保新单同比激增10倍所致。

1Q22上市险企新单原保费收入增速分化



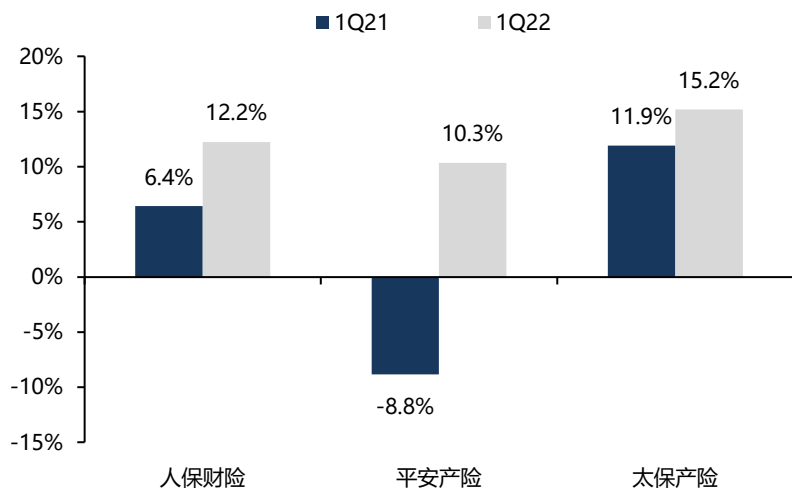
上市险企规模人力环比呈现企稳迹象



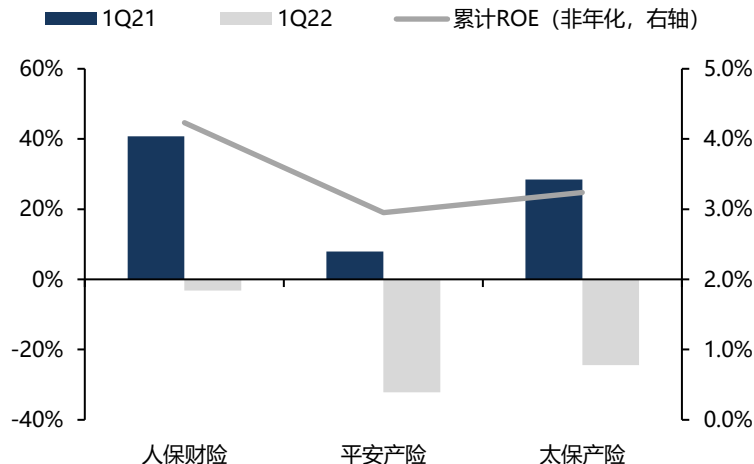
财险：保费拐点已至，权益市场大幅波动拖累业绩增长

- **车险综改压力消除，财险保费持续回暖。**1Q22老三家上市险企合计实现财险保费2,753.52亿元，同比增长12.2%，增速较2021年同期修复9.6 pct.。车险综改对车均保费压制于4Q21消除，车险发力下财险保费持续回升。人保财险、平安产险和太保产险车险同比分别增长10.9%、10.4%和11.8%。
- **车险综改周期性因素抬升赔付率，投资承压拖累财险业绩。**1Q22人保财险、平安产险和太保产险综合成本率分别为95.6%、96.8%和99.1%。由于车险综改后保单占比提升，车险赔付率有所上升，上市险企整体赔付率略有上扬。
- **1Q22老三家平均ROE（非年化）为3.7%，同比小幅下降0.9个pct.，**主要系权益市场大幅波动拖累投资收益，拉低投资收益率与净利润所致。

上市财险公司原保费同比增速



上市财险公司净利润同比增速及ROE水平



- **1Q22上市险企净投资收益率略有下降，排序为：国寿（4.0%，同比-0.08 pct.）、太保（3.7%，同比-0.2 pct.）和平安（3.3%，同比-0.2 pct.）。总投资收益率排序为：新华（4.0%，同比-3.9 pct.）、国寿（3.9%，同比-2.5 pct.）、太保（3.7%，同比-0.9 pct.）和平安（2.3%，同比-0.8 pct.），下降幅度较净投资收益率更为显著。**

1Q22上市险企投资端表现

公司名称	可投资资产（亿元）			总投资收益率		净投资收益率	
	2021A	1Q22	较年初增长	1Q21	1Q22	1Q21	1Q22
中国平安	37,406	41,000	4.6%	3.1%	2.3%	3.5%	3.3%
中国人寿	47,168	47,177	0.02%	6.4%	3.9%	4.1%	4.0%
中国太保	16,480	18,673	3.0%	4.6%	3.7%	3.9%	3.7%
新华保险	9,657	10,961	1.2%	7.9%	4.0%	/	/

1H22中期业绩前瞻：寿险价值磨底，财险利润高增

- 我们预计A股上市险企合计实现归母净利润1016.27亿元，同比下降20%，其中对应2Q22归母净利润增速为5%，得益于资本市场企稳改善利润增速预期；
- 寿险：客观来看，虽然新单单月有企稳迹象，但由于价值型业务受供需两弱持续影响，价值增长仍旧承压，但队伍产能持续改善指向头部寿险公司队伍改革成效初现。我们预计中期累计NBV增速为中国人寿（-15%）、平安寿险及健康险（-28%）、太保寿险（-45%）和新华保险（-55%）。
- 财险：疫情企稳，车市回暖。我们预计龙头中国财险1H22中期综合成本率达95.3%，承保利润总额增速达28%，净利润增速达到12.0%。

1H22上市险企业绩前瞻

公司名称	归母净利润（百万元）		归母净利润同比		营业收入（百万元）		营业收入同比	
	2Q22E	1H22E	2Q22E	1H22E	2Q22E	1H22E	2Q22E	1H22E
中国平安	33,241	53,981	8%	-7%	289,434	595,374	-2%	-6%
中国人寿	13,685	28,891	10%	-30%	182,726	526,503	2%	-5%
中国太保	8,005	13,401	-8%	-22%	103,274	249,828	2%	-1%
新华保险	4,015	5,354	-5%	-49%	52,231	127,194	3%	-4%
合计值	58,946	101,627	5%	-20%	627,665	1,498,899	0%	-5%

第二章：寿险曙光初破晓

- “天下苦秦久矣”，我国寿险业总体从2018年开始步入瓶颈期，面临保费增速下降、代理人队伍流失、新业务价值下滑交织困境。市场持续等待寿险负债端拐点信号，虽然供给需求两端未出现实质性结构性改革成效，但机遇正在酝酿。

供给侧

- 5月以来上市险企队伍有企稳迹象
- 我们认为优质上市险企不会重走“拉人头”的老路

需求侧

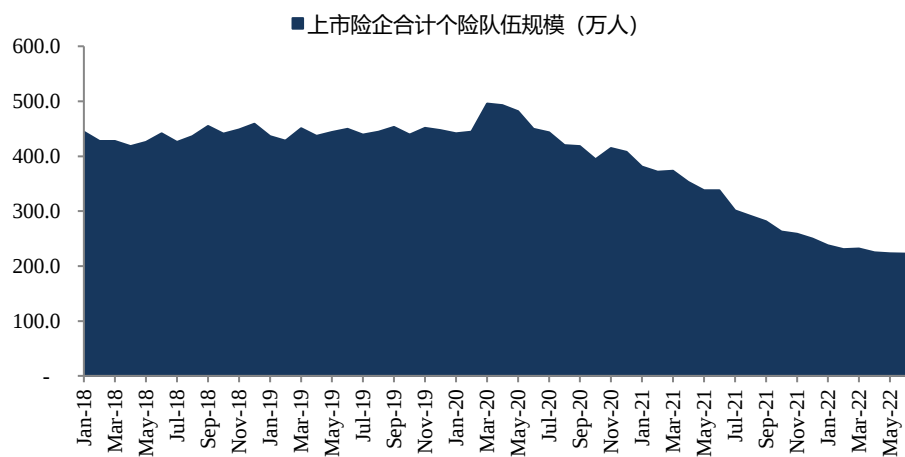
- 营销队伍有企稳迹象
- 增额终身寿险持续火爆
- 重疾险需求短期难以再度爆发

监管侧

- 已关注到寿险行业经营压力，进一步收紧概率不大

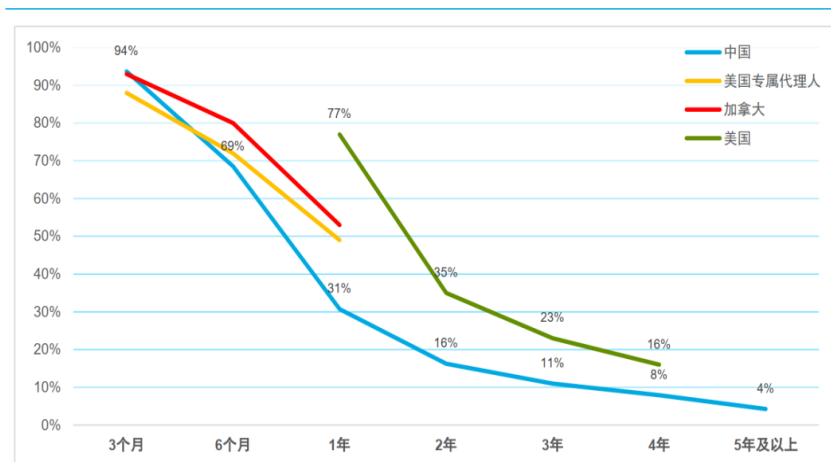
- 2022年5月以来上市险企队伍有企稳迹象，预计2Q22环比1Q22队伍总体保持平稳，主要系：
- 1) 队伍脱落率出现下降。2020年以来受新冠疫情反复冲击影响，队伍收入吸引力显著下降，行业增员瓶颈约束下快速脱落时期已过，经过多轮疫情考验存量队伍质态已出现触底迹象；
 - 2) 新增入口有回暖迹象，得益于部分头部机构加大费用投入，宏观失业率有所回升，增员入口有所打开；
 - 《中国保险代理人渠道调查报告·2019》显示，目前国内保险业代理人的13个月留存率仅为30%，平均从业年限也仅有1.57年。自2H20以来队伍增员率持续下行，经过多轮疫情考验和自我职业选择，当下经过严格清虚的队伍质态优于历史平均水平。

上市险企个险队伍有企稳迹象



中美加保险市场队伍留存率水平对比

图表 17 — 中美加市场代理人留存率粗略对比



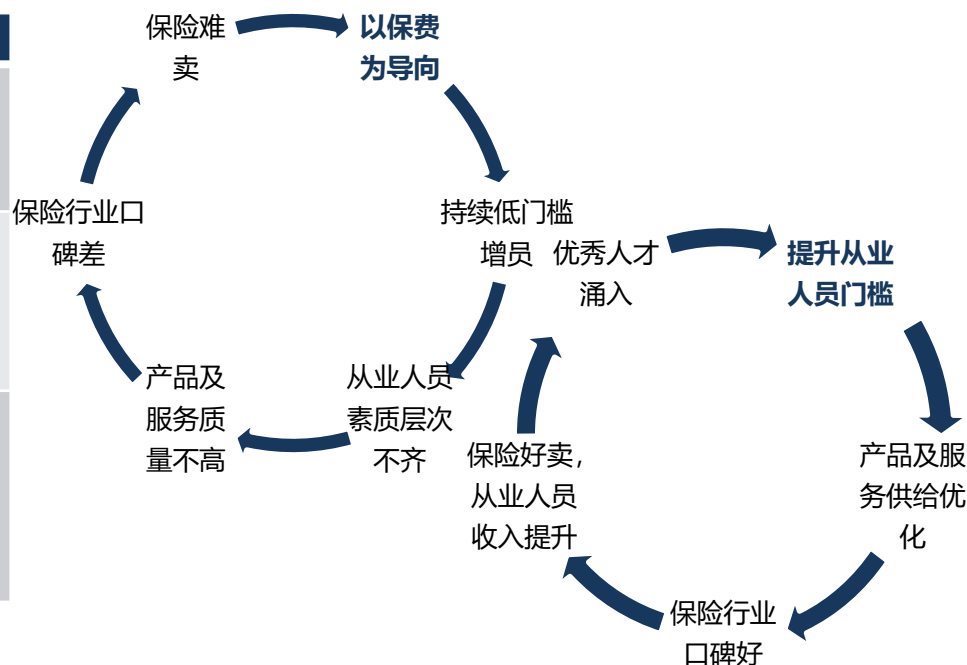
➤ 队伍发展：“优增”一条路，“内耗”仅徒劳

- 据“今日保”估计，国内登记的代理人从业人员逾四千万，行业增员红利消失殆尽。
- 受疫情各地蔓延影响，传统大型产说会、增员动员会和业务表彰会等均移至线上，节省了部分运营开支，分支机构调整费用支出结构，二季度以来鼓励队伍线上开单并适当倾斜激励政策，费用投放结构调整并无“费差损”压力。
- 互联网打破了保险产品信息不对称劣势，传统人情单走到尽头。当下头部公司新版基本法均强调“优增”，在持续清虚&加大考虑力度下，“拉人头”老路好比“钻冰求火，徒劳无功”，低质量的内耗路线不符合险企当下高质量发展诉求。

优质头部险企聚焦有质量增员

公司	主要举措
泰康	公司正在制定未来5年发展的计划和纲要，目标就是让泰康人寿成为中国保险市场上拥有最大绩优队伍和最大高端客户规模的创新型寿险企业。未来5年，高端客户要突破30万人，绩优队伍要突破10万人，健康财富规划师（HWP）要达到2.5万人。
平安	1Q22末，大专及以上学历代理人占比同比上升 3.5 个百分点。公司实施“优+”增员升级，以优增优，严控入口，逐步提升优质新人占比；同时通过培训升级、政策支持和组织保障，提高新人队伍收入。未来，平安寿险将持续推动数字营业部改革试点，在确保质量的前提下逐步深化推广
太保	公司持续深化转型，年初全面启动实施“长航行动”一期工程，打造“三化五最”的职业营销，聚焦核心人力，推动队伍成长，提升队伍产能，开局良好。在具体举措方面，公司推出“芯”基本法，牵引队伍行为改变，优化招募系统与工具，打造需求导向的销售支持系统，升级代理人支持平台“科技个险”，完善训练体系，加快职场升级。

队伍发展的恶性（左侧）与良性（右侧）循环示意图



需求侧：增额终身寿险火爆原因分析

- 重疾险需求面临短期天花板，队伍新增入口持续收缩，依赖新人增员的重疾险的覆盖人数已近3亿人，目标客群虽然保额较低，但初次覆盖率已达一定水平。
- 增额终身寿险满足高净值客户财富传承需求，在近年来低利率环境和权益市场大幅波动环境下，安全性、收益性和流动性的综合优势逐步显现。
- 增额终身寿险产品高件均，佣金总额水平尚可，队伍销售积极性较高，同时2022年以来已逐步拓展至各个消费层级的需求。

热门增额终身寿险收益对比

公司	产品	收益率	回本速度	灵活度	附加服务	适合人群
华夏人寿	大富翁增额版终身寿险	3.31%	最快6年（趸交）	支持减保和保单贷款	可附加保底3%万能账户	适合追求品牌大公司，想灵活理财，有规划教育金、婚嫁金、养老金等需求的人群
长城人寿	利盈盈增额终身寿险	3.38%	最快5年（1/3年交）	支持减保和保单贷款	可对接信托	适合追求大公司产品、对资产传承有需求的人群
招商仁和	金盈卫增额终身寿险	3.43%	最快9年（1/3/5年交）	支持减保和保单贷款，每次减保不超过基本保额的20%	支持第二投保人、隔代投保、对接华润信托、保单前3年可享健康管理服务	适合追求大公司品牌，有规划教育、婚嫁创业、养老及资产传承需求的人群
信泰人寿	如意尊3.0增额终身寿险	3.48%	最快6年（1/3/5年交），8年（15/20年交）	支持加、减保和保单贷款，每次不超过保额的20%加保	支持隔代投保、航空意外赔保额、对接中信信托	适合有教育金、婚嫁金、创业金及资产传承需求的人群
恒大人寿	万年禧增额终身寿险	3.49%	最快10年（1/3/5/10年交）	支持减保和保单贷款	附加险全面，可追加保底2.5%万能账户，增值服务丰富（绿通、养老社区、信托等）	适合有教育金、婚嫁金、创业金、养老金以及资产传承需求的人群

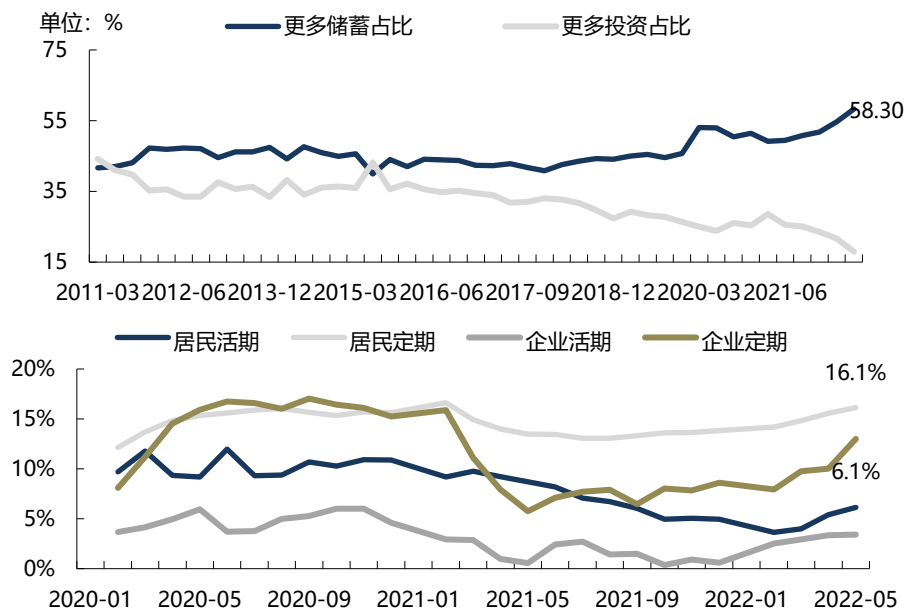
➤ 居民储蓄意愿回升，增额终身寿险类【固收+】属性得到居民青睐

- 人民银行2Q22城镇储户的调查问卷结果显示，倾向于“更多消费”的居民占23.8%，基本与上季度持平；倾向于“更多储蓄”的居民占58.3%，比上季增加3.6个百分点。
- 央行金融机构信贷收支表显示，2022年以来居民防御性存款意愿增强，前5月居民活期和定期存款增速分别为6.1%和16.1%。

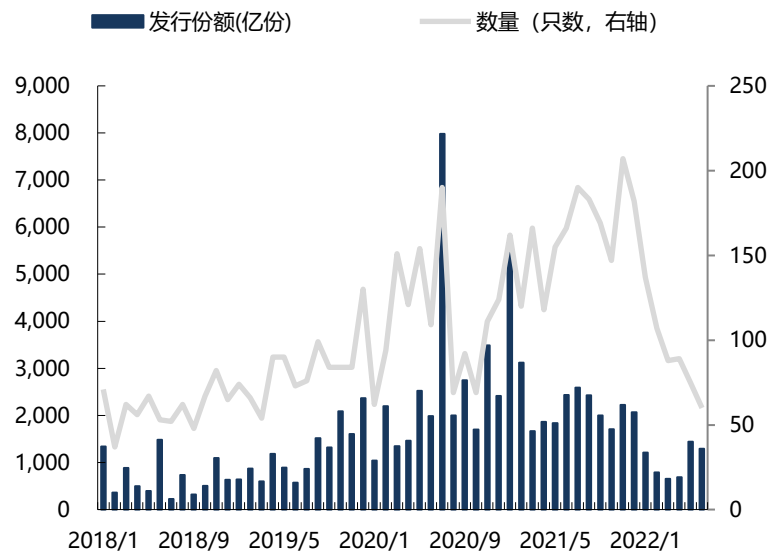
➤ 权益市场大幅波动，新发基金规模遇冷

- 截至2Q22，沪深300和创业板指分别下跌9.2%和15.4%，而2021年同期，沪深300和创业板指分别上涨0.2%和17.2%，权益市场表现极为低迷，新发基金遇冷。截至1H22，新发基金数量710只，发行份额约6850亿份，数量较1H21同比减少14.66%，份额较1H21大幅减少9366亿份，同比降幅高达57.76%。

居民储蓄意愿较强，奠定了增速终身寿险的销售基础

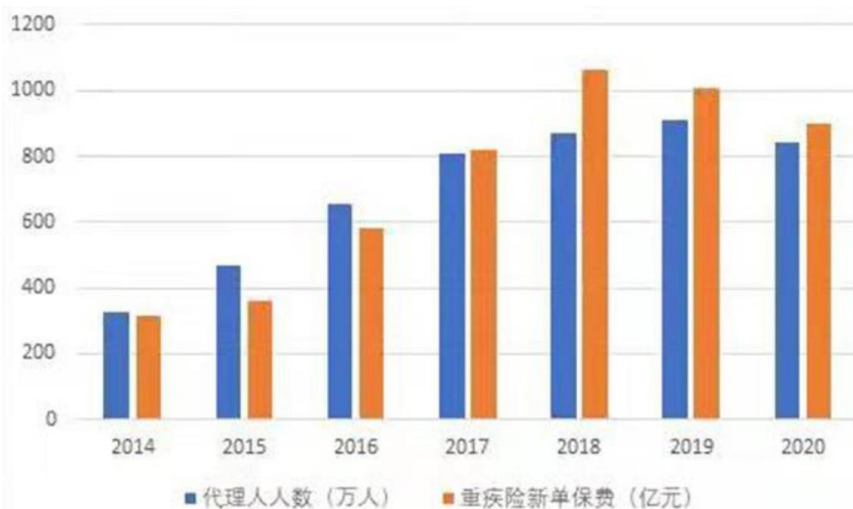


权益市场大幅波动，新发基金规模遇冷

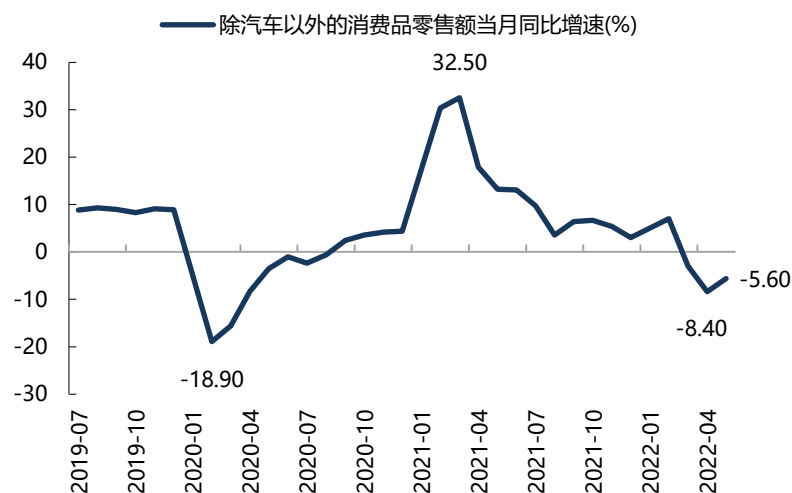


- 近年来重疾险新单增速持续下降，据《今日保》统计，2022年前4月人身险公司个险渠道以重疾险为核心的健康险新单保费同比下降35%
 - 由于重疾险依赖营销员一对一讲解“创造”需求且复购水平较低，与新增队伍数量关联度较高。1Q22国寿十年期及以上期交新单同比下降2.8%，较疫情前2019年同期下滑20.9%；新华十年期及以上期交新单同比大幅下降63.3%至8.8亿元，较2019年同期下滑74.1%
 - 居民消费增速回暖仍需观察。重疾险保费具有一定可选消费属性，2021年以来居民可支配收入增速受疫情冲击出现明显波动，2022年5月当月除汽车以外的消费品零售额同比下滑5.6%
 - 百万医疗和惠民保的快速发展降低了投保人对重疾医疗费用功能需求。
 - 此前主流的终身寿险+提前给付重疾满足投保人对于“返本”需求，轻量产品模块化仍在探索中。

近年来重疾险新单增速持续下降



居民消费增速回暖仍需观察



- **自2018年4月银保监会挂牌成立后，对保险业从严监管思路一脉相承**
 - 尤其以2021年各监管部分下发的包括《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》、《万能型人身保险管理办法（征求意见稿）》、《保险销售行为可回溯管理办法（征求意见稿）》在内等规定，以“消费者权益保护”和“风险防范”作为出发点，坚决肃清行业乱象，进一步考验险企队伍基础与业务品质。
- **2022年4月《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》第二次征求意见稿有边际放松迹象，重塑保险销售管理体系，但明显反映出已听取基层反馈和营销实务**

时间	部委	简介	简评
2020年12月9日	国务院	听取了银保监会关于人身险发展的专题汇报，部署促进人身险扩面提质稳健发展的措施，明确要求人身险行业：一是加快发展商业健康保险；二是将商业养老保险纳入养老保障第三支柱加快建设，三是提升保险资金长期投资能力。	国务院首次听取人身险专题汇报，表明国家对保险行业已经从宏观管理走向具体业务发展方向的管理
2022年1月6日	银保监会	银保监会召开“推动保险业高质量发展座谈会”，会议明确指出当前行业距离高质量发展的问题，主要体现在：保险深度和保险密度还不高，在发展理念、公司治理、经营方式等方面仍然存在一些问题，特别是以客户为中心的企业文化薄弱等。会议给出方案措施：保持战略定力，坚定不移地回归保障本源，积极参与健康中国、应对人口老龄化等国家战略的顶层制度设计；在供给侧，坚决整治恶性竞争，改变低水平重复，着力构建结构合理、功能完备、保障全面、竞争有序的供给体系。同时，积极推动差异化发展和错位竞争，顺应数字化转型趋势，提升发展质量。	这是银保监会首次单独召开保险业的座谈会，结合此前保险业学会的座谈会，有迹象表现监管似乎已认识到保险业当前所处的发展瓶颈期，并提到“推动保险业健康平稳快速发展”，关注下一阶段政策是否有松绑的动作。
2022年1月6日	银保监会人身险部	《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》第二次征求意见，删除部分严苛条款，如：1.未提及销售人员的分级“与佣金挂钩”；2.保险产品分级制由4级压缩至3级；3.取消限制首期佣金的发放比例与佣金的最低发放年限；4.取消披露手续费和佣金相关信息	重塑保险销售管理体系，但充分听取了公司反馈和营销实务

- 《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》剑指提升销售人员分级、加强自保件和互保件管理、商业银行专职销售队伍等多渠道改革，规范保险销售行为，提升专业服务能力，取消佣金支付限制比例，调整实操性较低的规范细则。

人身保险销售新规与初稿在【佣金利益】等相关要求区别

领域	人身保险销售新规	初稿
佣金管理	保险公司向保险中介机构或个人支付佣金的，应科学确定佣金水平，真实列支并采用转账方式支付。佣金占总保费的比例以所售产品定价时的附加费用率为上限 保险公司、保险中介机构应当将佣金管理嵌入销售品质管理流程，根据销售品质管理情况、持续服务水平和质量，合理调节佣金年度支付比例及期限，提升销售规范性和服务长期性，促进可持续发展	保险机构应当将手续费和佣金支付嵌入业务品质管理流程。根据保险中介机构及销售销售人员销售品质情况、持续服务水平和质量，合理调节手续费及首期佣金水平、续期佣金水平及支付期限，提升销售规范性和服务长期性。向保险中介机构支付的首期手续费不得高于首期保费的80%；向销售人员支付的首期佣金发放比例不得高于保单直接佣金的40%，续期佣金发放年限不得低于10年和保单缴费年限二者之低者。对未完成回访或回访存在问题的保单，在完成回访或问题件处理完毕前，不得支付手续费及佣金。未记录销售机构及人员信息的保单，在相关信息补充完善前，不得支付手续费及佣金
佣金支付基本要求	未涉及	保险机构总公司或者其省级分公司应当以银行转账的方式直接向保险中介机构或签订委托代理协议的销售人员支付手续费或佣金，保险公司省级以下分支机构不得支付。银保监会另有规定的，从其规定
佣金计提基本要求	未涉及	保险机构应当据实列支手续费和佣金。根据委托代理协议向个人支付的人身保险保单销售佣金，应遵守银保监会规定的上限。除短期人身保险业务和趸交的长期人身保险业务外，佣金应采用分期形式支付
佣金披露	未涉及	保险机构应当按照银保监会相关业务规定，披露手续费和佣金相关信息，鼓励主动扩大披露范围。保险机构应确保所披露的手续费和佣金信息真实、准确、完整
佣金支付禁止性要求	1.账外核算和经营；2.向不具有合法保险中介资格的机构或个人支付或变相支付佣金及手续费；3.向没有发生中介业务的机构或个人支付或变相支付佣金及手续费；4.虚构中介业务套取佣金及手续费；5.在保费中直接扣除佣金及手续费；6.在未发生保险中介业务的情况下预付佣金及手续费；7.以佣金或手续费为手段进行不正当竞争；8.银保监会规定的其他情形	

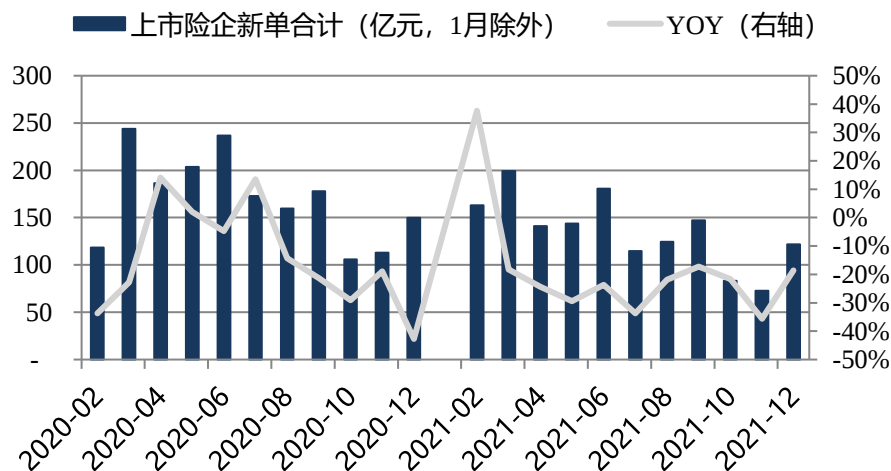
- 2H22有望迎来拐点，关注居民可支配收入增速回暖带动保险消费需求回升
 - 我们认为人身险行业增速恢复需要经历“存量产能改善——营销队伍企稳——新单保费筑底——价值增速向上”，当前处于第二阶段向第三阶段过渡调整期。
 - 上半年队伍仍有进一步下滑的惯性，叠加同期基数较高，面临压力；下半年结合低基数以及队伍产能的逐步恢复，3Q22-4Q22或将出现新单和队伍的“L型底部”。
 - **2H22寿险新单基数较低。**2021年7月至12月上市险企寿险新单单月逐月同比增速分别为-34%、-22%、-17%、-22%、-36%和-19%。

表：上市险企2022年NBV增速预计

2022年累计NBV增速	1Q22	1H22	9M22	2022E
平安	-22%	-20%	-18%	-15%
国寿	-15%	-15%	-10%	-5%
太保	-45%	-43%	-35%	-30%
新华	-60%	-50%	-40%	-40%
2022年单季度NBV增速	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E
平安	-22%	-18%	-15%	-10%
国寿	-15%	-15%	-5%	-
太保	-45%	-40%	-30%	-20%
新华	-60%	-40%	-30%	-30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

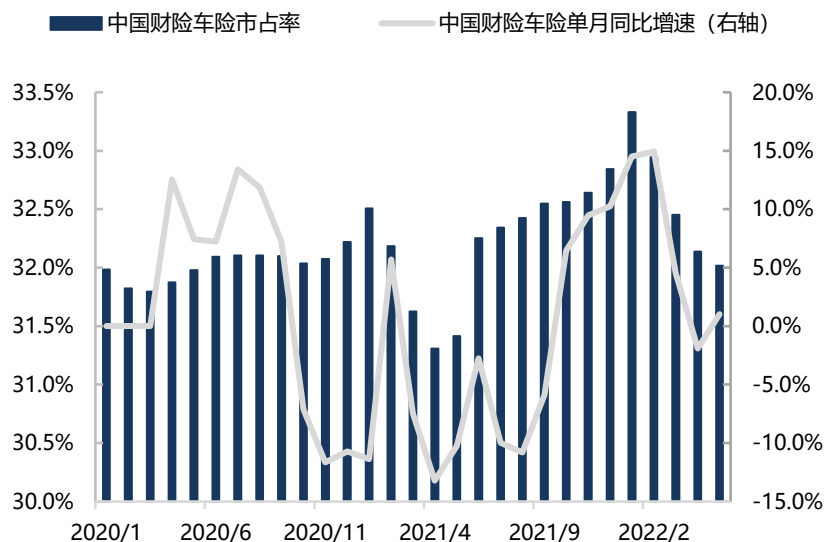
2H22寿险新单基数较低



第三章：财险乘风春意闹

- **保费收入端：**车险业务需求相对“刚性”，车险续保业务受疫情冲击较小。车险综改实施近两年，行业马太效应进一步强化，头部机构竞争力不断强化。
- **承保利润端：**疫情全国各地蔓延降低车险出行率进而大幅压缩车险赔付成本（1Q22车险赔付增速仅为3.79%），非车业务领域中工程保险、信用保险、船舶保险等和意外险赔付成本受益于疫情散发。

中国财险车险市占率保持稳定，5月增速转正



1Q22财险业务赔付成本增速

表 3：2022 年一季度财产险公司分险种赔付支出

项目	本年累计	增速
赔款支出	20,942,100	7.61%
1. 企业财产保险	496,413	-13.66%
2. 家庭财产保险	89,541	-4.77%
3. 机动车辆保险	12,946,446	3.79%
其中：交强险	4,215,542	10.95%
4. 工程保险	170,245	-0.53%
5. 责任保险	1,201,827	17.19%
6. 信用保险	158,133	-20.71%
7. 保证保险	1,134,653	23.27%
8. 船舶保险	70,326	-15.68%
9. 货物运输保险	181,670	18.55%
10. 特殊风险保险	50,897	-14.48%
11. 农业保险	1,353,808	22.55%
12. 健康险	2,425,475	22.73%
13. 意外伤害保险	477,014	1.87%
14. 其他险	185,651	19.64%

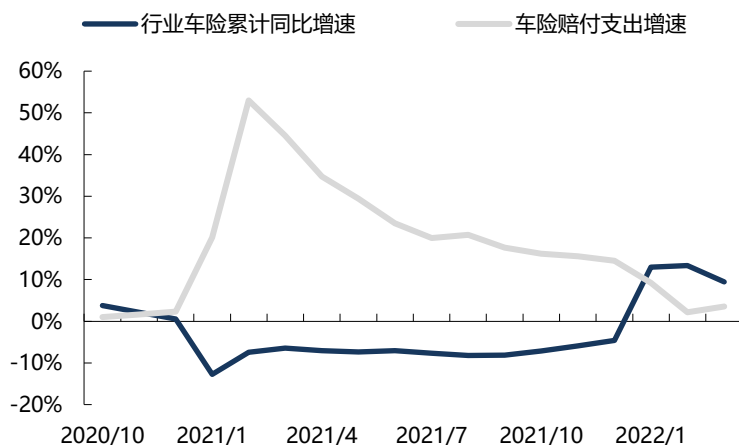
➤ 疫情各地蔓延影响利大于弊，车险高景气延续

- 疫情蔓延不改车险保费刚需，封控期间出行量减少赔付率，车险承保利润率有望明显改善。虽封控政策逐步放开，但城市流量恢复具有滞后性，出行密度恢复的时间差内，车险出险率仍将维持低位，我们预计2Q22至3Q22，汽车出险率同比下降逾10%，车险市场高景气延续。

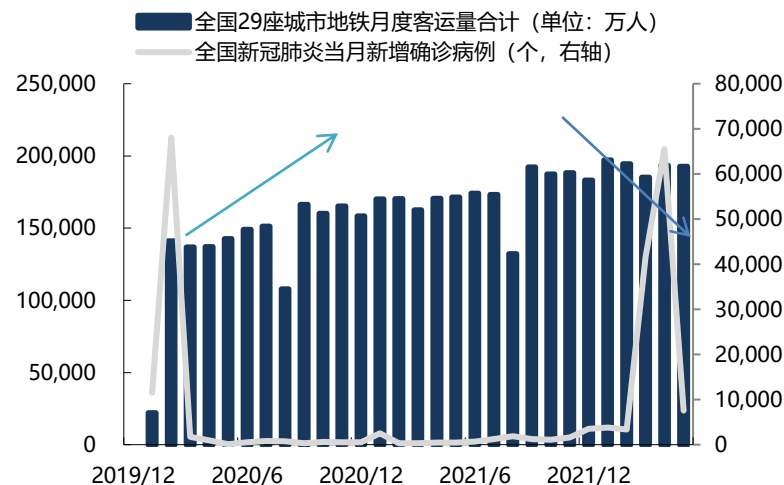
➤ 刺激汽车消费政策纷至沓来，新车保费筑底确认

- 5月国常会宣布阶段性减征部分乘用车购置税600亿元，此后由财政部主导减征部分乘用车车辆购置税，乘用车新车销量有望激活。5月以来，随着权益市场企稳和系列汽车消费刺激政策渐次落地，汽车整数指数反弹逾40%，市场对新车销量复苏托底消费和经济的预期较为强烈，我们认为保险公司股价将明显间接受受益于新车销量的回暖，叠加车险市场经营改善，承保业绩和净利润的改善趋势得到强化。

1Q20以来车险赔付率和费用率变化情况

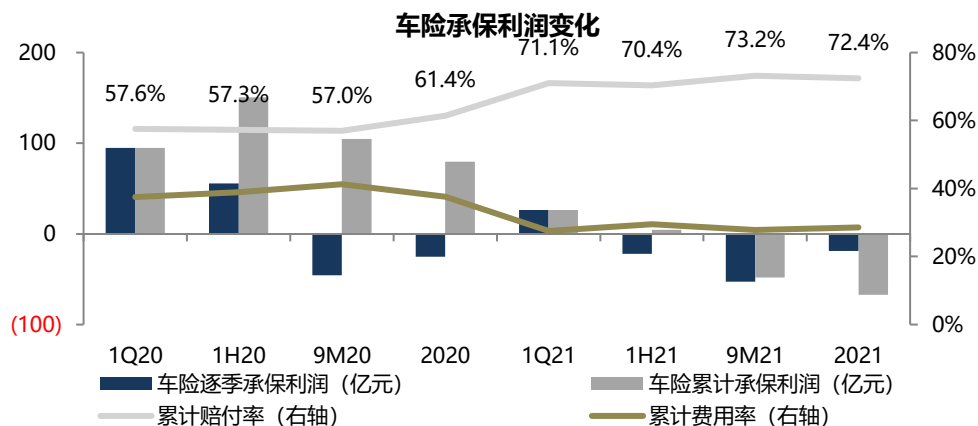
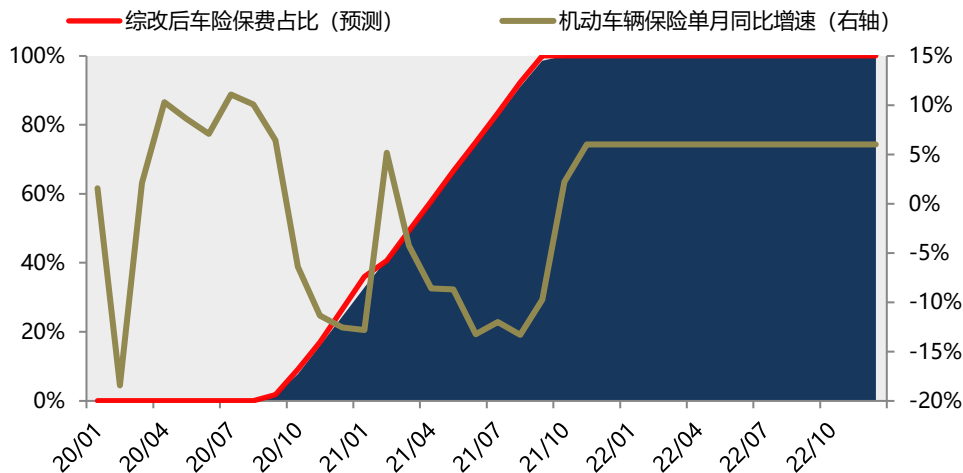


全国轨道交通客运量在疫情后逐步缓慢恢复



车险综改近两年，车均压力已释放，赔付压力好于预期

- 车险综改“降价、增保、提质”的阶段性目标基本实现，监管和市场进一步降低车均保费的动力不足。
- “车险综改”对车均保费的影响已于4Q21基本出清，车险市场进入新发展阶段，1Q22车险原保费收入增速为9.48%。车险保费增速2022年3至5月受疫情各地散发冲击有所放缓，预计6月起随着刺激汽车消费政策渐次落地，车险增速有望重拾大个位数增长。
- 2022年以来各地疫情散发虽然对新签单保费造成一定负面冲击但也降低了车险出险频率，2021年下半年大灾冲击下车险费率走硬趋势有望延续。

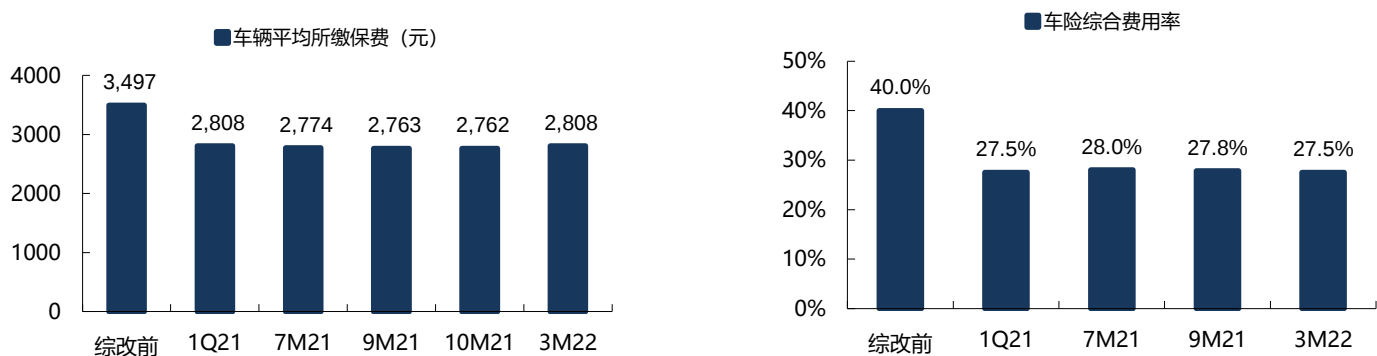


车险综改近两年，车均压力已释放，赔付压力好于预期

➤ 车险综改阶段性目标达成，2022年承保利润有望迎来量价齐升

- 1Q22末，消费者车均缴纳保费为2808元/辆，较综改前降幅达20%，约89%的消费者保费支出下降。随着车险市场竞争格局改善和7·20河南水灾影响，车均保费已现回暖迹象。车险综改满一年后，综合费用率由综改前40.0%大幅压缩至27.5%，综合赔付率由56.9%提升至73.2%

➤ 车险综改后行业竞争格局发生变化，头部公司持续聚焦业务品质，承保质量改善



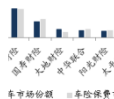
车险综改后行业竞争格局发生变化



抢抓家庭自用车业务成为业务良性循环的起点



各地银保监局对头部公司车险规模“限速”叠加偿二代二期工程引入“车险保费增速特征系数”因子，倒逼大公司进一步聚焦业务品质



中小公司经营难度加大的核心原因在于，自身难以真正掌握客户储备优势和业务实际风险状况



监管引导市场逐步由“费用竞争”转向“价格竞争”和“品质竞争”，对中小公司的获客能力和理赔水平提出挑战



优化服务提升客户体验重要性愈发明显，提升续保率成为重要抓手

➤ 我们选取55家财险公司近十年险经营数据进行分组分析（老三家、第二梯队和中小公司）分析

- 综改后保费收入增速显著分化，2021年行业整体保费收入同比-5.7%，已连续四年增速下滑
- 保险金额快速提升，2021年老三家保险金额增速分别为：平安财险（69.7%）>人保财险（66.5%）>太保财险（60.9%）。
- 行业整体承保利润向下，老三家维持稳定盈利水平，2021年承保利润率维持在1.8%（2020年为2.5%）
- 简单赔付率陡增，系综改后商业车险预定赔付率提升及交强险责任限额翻番所致。中小公司样本赔付率增幅最为明显，部分中小公司有明显收缩车险业务迹象

样本财险公司2021年车险经营数据大透视

公司名称	保费市占率	保费增速	保额增速	承保利润总额 (亿元)	承保利润率	赔付率
老三家	69.50%	-3.90%	66.80%	98	1.80%	66.80%
人民财产	33.10%	-3.90%	66.50%	67	2.60%	66.30%
平安财产	24.50%	-3.70%	69.70%	20	1.10%	67.60%
太平洋财产	11.90%	-4.00%	60.90%	11	1.20%	66.90%
第二梯队	21.70%	-5.70%	47.80%	(96)	-5.80%	71.10%
人寿财产	7.80%	-2.40%	56.10%	(20)	-3.40%	71.50%
中华联合	3.30%	-8.60%	42.20%	(11)	-4.40%	73.40%
阳光财产	3.00%	-3.80%	48.80%	(29)	-12.30%	70.70%
大地财产	2.90%	-16.80%	44.70%	(18)	-8.00%	73.40%
太平财产	2.30%	-10.60%	32.10%	(11)	-6.50%	70.40%
华安财产	1.50%	8.50%	59.10%	(5)	-4.20%	64.00%
永安财产	0.90%	5.30%	48.40%	(2)	-3.00%	67.00%
中小公司	17.00%	-5.30%	38.10%	(35)	-5.20%	83.50%
合计	100.00%	-4.40%	60.20%	(34)	-0.40%	69.30%

第四章：资产端或成为下半年超额收益的重要来源

当前股价已price in极度悲观长期利率假设

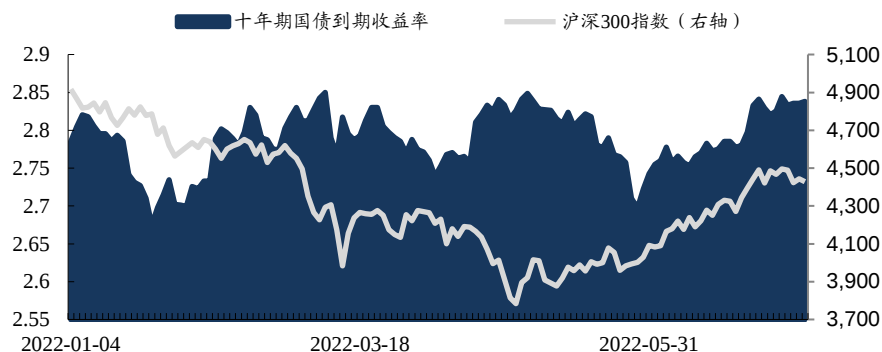
- 2021年以来寿险板块的持续下跌反映出市场对中长期新单增长前景的确定性和可见度产生了明显的担忧，而且这一担忧不是个体的、局部的，而是一致预期。
- 当前长端利率处于历史低位，但市场隐含保险股长期利率假设处于极低水平
 - 静态来看，对应2021年末，隐含的长端利率水平由高至低分别为国寿（3.5%）、平安（2.3%）、太保（1.2%）、新华（1.0%）。
 - 动态来看，对应2022年末，隐含的长端利率水平由高至低分别为国寿（3.2%）、平安（1.9%）、新华（1.4%）、太保（0.9%）。

静态2021年末	总市值 (百万元)	集团经调整后净资产 (百万元)	隐含的有效业务价值 (百万元)	静态有效业务价值 (百万元)	静态集团EV (百万元)	下降比例	有效业务价值下降50BP	EV下降50BP	隐含的利率 (50BP线性外推)
中国平安	837,601	323,274	514,327	1,054,679	1,377,953	-39.2%	-	-7.2%	2.3%
中国人寿	855,007	617,112	237,895	525,699	1,142,811	-54.7%	-18.7%	-	3.5%
中国太保	220,113	266,683	-46,570	207,748	474,431	-122.4%	-16.0%	-	1.2%
新华保险	97,236	155,519	-58,283	95,247	250,766	-161.2%	-20.2%	-	1.0%
动态2022年末	总市值 (百万元)	集团经调整后净资产 (百万元)	隐含的有效业务价值 (百万元)	动态有效业务价值 (百万元)	动态集团EV (百万元)	下降比例	有效业务价值下降50BP	EV下降50BP	隐含的利率 (50BP线性外推)
中国平安	837,601	981,741	-144,140	525,175	1,506,916	-44.4%	-	-7.2%	1.9%
中国人寿	855,007	618,348	236,660	702,030	1,320,378	-66.3%	-18.7%	-	3.2%
中国太保	220,113	297,074	-76,960	247,225	544,299	-131.1%	-16.0%	-	0.9%
新华保险	97,236	154,333	-57,096	122,362	276,694	-146.7%	-20.2%	-	1.4%

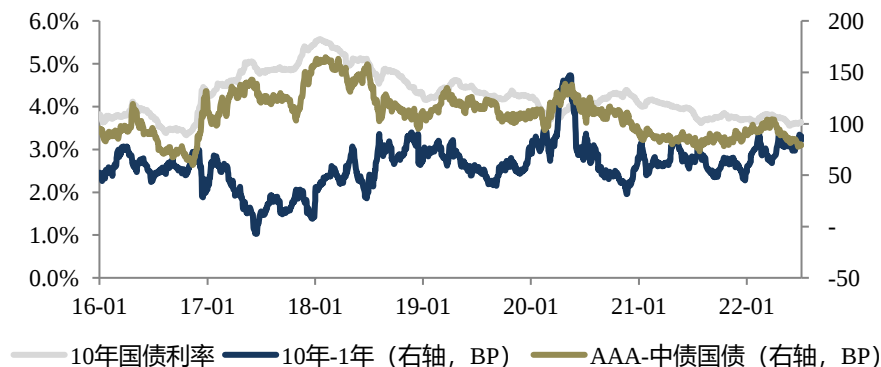
预计下半年十年期国债到期收益率易上难下托底寿险估值

- 5月制造业PMI虽回升至荣枯线之上，但边际恢复力度较弱，在政策帮扶力度较大的情况下，经济复苏的内生动力略显不足，或需要进一步的刺激。
- 结合东吴固收组观点，预计在流动性整体充裕的情况下，以“宽信用”为目标的财政政策 and 结构性货币政策工具将是短期内的重点。在资金利率和债券收益率均处于低位的情况下，需要警惕债券收益率上行和曲线陡峭化风险。

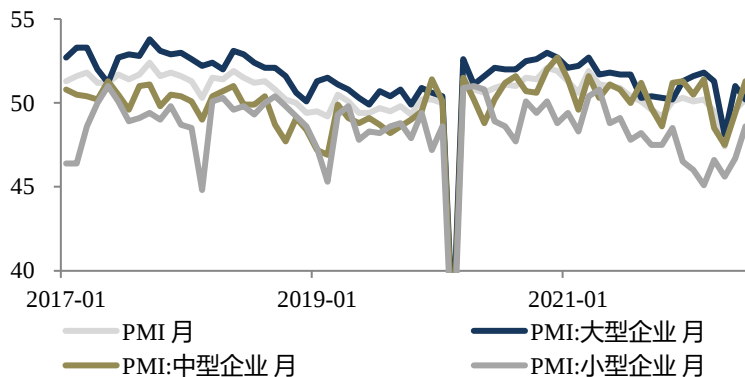
2022年权益市场先下后上，长端利率区间震荡



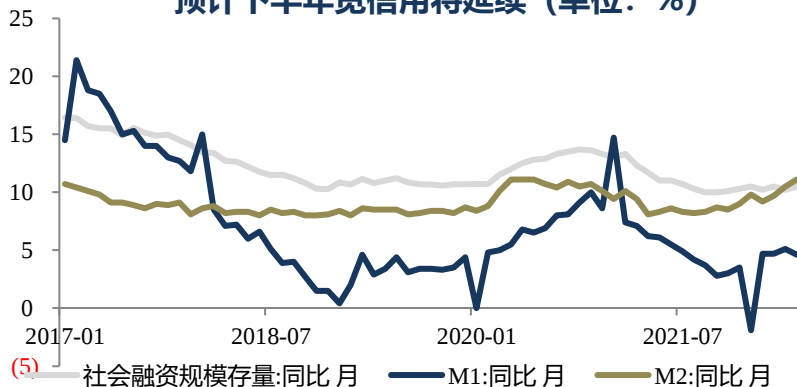
期限利差走阔信用利差收窄 (单位: %, BP)



6月大型企业PMI回落中小PMI修复

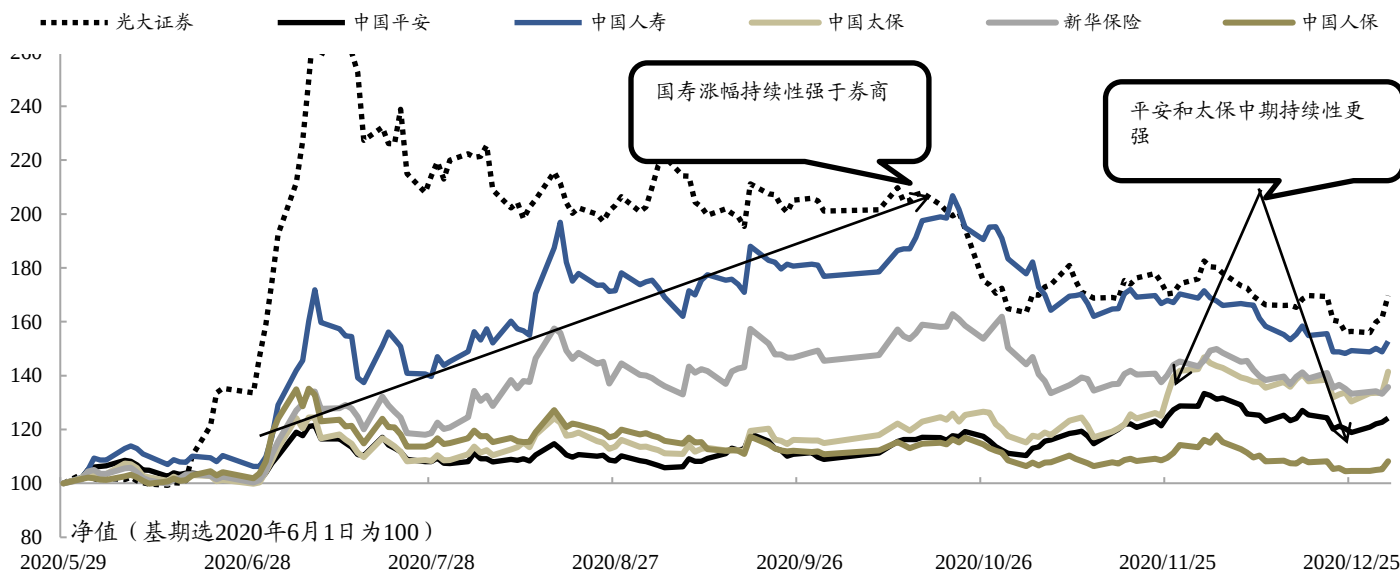


预计下半年宽信用将延续 (单位: %)



复盘2H20，知往鉴今，当前寿险板块仍处于β甜蜜期

- 2022年与2020年市场演绎阶段有相似之处，第一阶段同样受疫情爆发的影响市场不断下挫，第二阶段伴随着货币政策的宽松以及疫情缓解后复工复产，市场逐步修复，券商涨停潮带动保险板块β加速体现
- 复盘近三年，在寿险基本面孱弱，券商带动保险上涨阶段，保险业绩和估值同样受益
 - 2020年7-8月，因疫情反复影响，代理人展业受阻，寿险新单和价值增长差强人意，彼时券商板块在政策红利的催化下，率先于2020年6月中下旬吹响金融板块反弹号角，7月初行情扩散至保险板块，估值持续拉升。从个股涨幅来看，国寿与新华短期涨幅可观，2020年6月1日-8月31日期间最高涨幅分别为92.7%和55.4%，区间涨幅分别为73.8%和40.2%。
 - 虽然平安和太保弹性略低于国寿、新华，但持续性更强。2020年10月20日-12月10日期间，国寿、新华区间涨跌幅分别为-18.9%和-11.6%，而平安、太保分别为7.1%和10.5%。知往鉴今，2022年6月以来券商板块涨幅近15%，我们认为强β属性下保险板块估值有望得到明显修复。



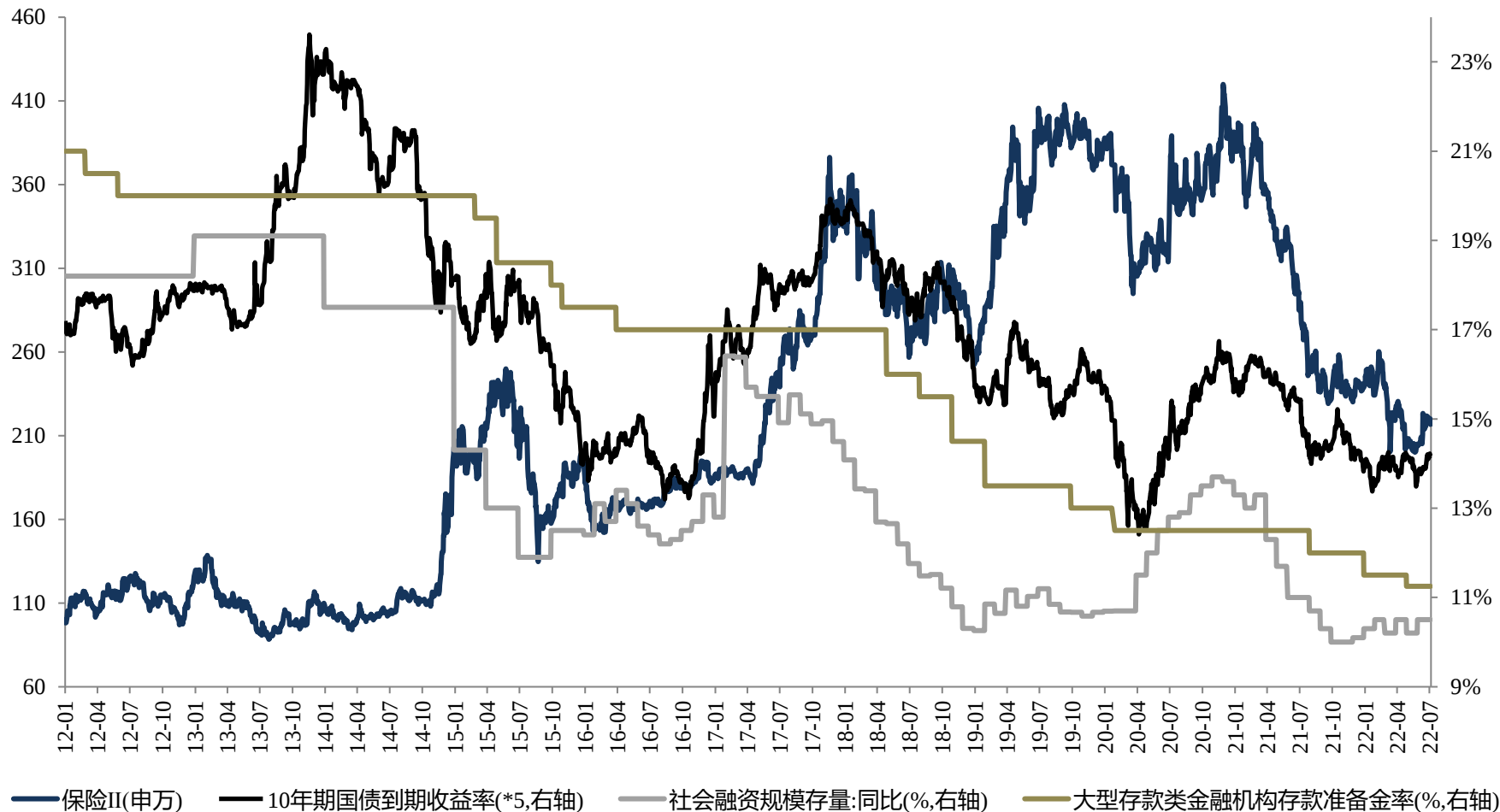
- 从资产端弹性角度看，上市险企综合弹性排序为：中国人寿、新华保险、中国平安和中国太保
- 我们测算了当沪深300指数上涨10%对2021年年末EV的静态影响，预计提振期末净资产比例约为4.67%，提振期末EV约为2.26%。

沪深300指数上涨对2021年年末EV静态影响测算

单位：百万元	平安	国寿	太保	新华	合计
资产端影响					
2021年末保险资金可投资资产	3,916,412	4,716,829	1,812,069	1,082,803	11,528,113
股票和基金投资比例	11.59%	8.79%	12.38%	15.42%	10.93%
股票投资	453,912	414,774	224,316	167,022	1,260,024
上涨10%	10%	10%	10%	10%	10%
资产端对EV影响	45,391	41,477	22,432	16,702	126,002
负债端影响					
非寿险业务资产占比	12.0%	0.0%	15.0%	0.0%	7.0%
寿险业务可投资资产受提振比例	39,944	41,477	19,067	16,702	117,191
存量分红险和万能险比例	46%	50%	60%	50%	50%
分红率	70%	70%	70%	70%	70%
剔除分红险和万能险负债端影响	-12,862	-14,517	-8,008	-5,846	-41,233
对集团内含价值净影响	27,082	26,960	11,059	10,856	75,958
2021年年末集团内含价值	1,395,509	1,203,008	498,309	258,824	3,355,650
股市上涨10%对期末内含价值影响	1.94%	2.24%	2.22%	4.19%	2.26%
2021年末静态净利润	101,618	50,921	26,834	14,947	194,320
股市上涨10%对期末净利润影响	26.7%	52.9%	41.2%	72.6%	39.1%
2021年末静态净资产	812,405	478,585	226,741	108,497	1,626,228
股市上涨10%对期末归母净资产影响	3.33%	5.63%	4.88%	10.01%	4.67%

关注社融增速企稳对保险股估值的拉动作用

- 宽信用周期开启，社融增速预计开始回暖，保险股整体受益，当前股价隐含了较低的悲观预期，进一步下探空间有限。



投资建议：推荐中国财险、中国平安、中国太保

- 5月以来上市险企董事和高管纷纷购买自家股票，产业资本持续增持，信号意义极强。
 - 根据上交所披露，2022年初以来，中国平安共有11名董事与高管增持公司A股股票，包括董事长马明哲、集团总经理谢永林及集团联席首席执行官姚波、陈心颖等，合计增持金额约6,892万元，成本均价为17.18元。
 - 中国太保董事长孔庆伟于5月23日**首次购买**中国太保股票，傅帆、马欣和俞斌等一众高管纷纷增持A股和H股，2022年初至今合计斥资金额达494.47万元，成本均价为74.6元。

2022年以来上市险企董事和高管底部增持增持统计彰显对于公司业绩的长期信心，信号意义极强

姓名	中国太保内职务	斥资金额 (万元)	成交均价 (元)	期末持股数 (万股)
傅帆	董事、高级管理人员	178.40	16.61	10.74
孔庆伟	董事、高级管理人员	95.53	18.88	2.88
马欣	高级管理人员	71.39	17.29	8.90
俞斌	高级管理人员	149.15	16.83	11.52
总计		494.47	17.18	11.52

姓名	中国平安内职务	斥资金额 (万元)	成交均价 (元)	期末持股数 (万股)
蔡方方	董事	584	75.1	38
陈心颖	董事	989	73.0	55
胡剑锋	高级管理人员	64	74.9	7
黄宝新	高级管理人员	77	75.8	10
马明哲	董事	1752	74.7	225
盛瑞生	高级管理人员	490	75.2	38
孙建一	监事	417	72.8	505
王志良	监事	50	75.2	7
谢永林	董事	1534	75.4	67
姚波	董事	845	75.1	69
张小璐	高级管理人员	92	73.1	1
总计		6893	74.6	505

- **疫情各地蔓延影响利大于弊叠加汽车消费政策出台，车险高景气延续**
 - 疫情不改车险刚需，封控期间出行量减少拉低赔付率，车险承保利润率有望明显改善。封控虽放开，但城市流量恢复滞后，车险出险率仍将维持低位，我们预计2Q22-3Q22汽车出险率同比下降逾10%；
 - 刺激汽车消费政策纷至沓来，力度超市场预期，加强行业贝塔效应，车险市场高景气延续。
- **“三湾改编”领新篇，巩固加强 α 优势**
 - 中国财险车险市占率稳定在32.5%左右，1Q22公司累计车险保费增速高于行业整体约1.5个百分点；
 - 聚焦承保利润率稳定的高质量家自车业务，公司承保利润率有望进一步提升。
- **数星星不如数月亮，公司具备“强景气度高票息低风险类固收+”属性标的**
 - 当前市场对公司ROE中枢提升预期再度升温，叠加权益市场强势回暖，公司股价有望迎来戴维斯双击。我们预计公司2022年-2024年归母净利润分别为268.51、297.38和322.50亿元，同比增长20.1%、10.8%和8.4%。

中国财险盈利预测与估值（截至2022年7月8日）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
已赚保费（百万元）	393,127	396,997	432,948	471,004	501,435
同比	3.3%	1.0%	9.1%	8.8%	6.5%
归属母公司净利润（百万元）	20,868	22,360	26,851	29,738	32,250
同比	-14.1%	7.1%	20.1%	10.8%	8.4%
净资产收益率	11.6%	11.3%	12.6%	12.9%	12.8%
P/B	0.84	0.78	0.72	0.66	0.60

- 自2018年以来，公司持续推进寿险改革，虽然受到疫情蔓延和行业下行期的叠加影响，但已初步看见成效曙光。
- 1H22公司NBV降幅有望收窄至30%以内，二季度边际弱复苏。受奥密克戎变异毒株全国各地散发冲击，1Q22公司实现NBV同比下降33.7%（可比口径同比降幅约为25%），归因来看FYP同比下降15.4%，Margin同比下降6.8个pct.至24.6%。公司围绕“渠道+产品”双轮驱动战略部署：渠道+方面，公司推动队伍分层精细化经营，期末代理人较年初下滑10.4%至53.8万人，大专及以上学历代理人占比同比上升3.5个百分点；产品+方面，公司通过“保险+健康管理”、“保险+高端养老”、“保险+居家养老”三大核心服务构建差异化竞争优势。1Q22“保险+”NBV贡献已经超过1/3。
- 1H22公司中报利润增速有望明显修复。我们预计公司中期归母营运利润同比增长8%；实现归母净利润同比下降24.1%。寿险OPAT增速好于预期主要系在更为保守假设下偏差贡献有所恢复，存量业务继续释放有效业绩支撑。

中国平安盈利预测与估值（截至2022年7月8日）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司营运利润（百万元）	139,470	147,961	146,162	156,529	170,508
同比	4.9%	6.1%	-1.2%	7.1%	8.9%
新业务价值（百万元）	49,575	37,898	33,154	35,529	39,804
同比	-34.7%	-23.6%	-12.5%	7.2%	12.0%
每股内含价值（元/股）	72.65	76.34	82.43	89.07	95.07
P/EV（现价&最新股本摊薄）	0.63	0.60	0.56	0.51	0.48

- 中国太保积极推进寿险“长航行动”计划，“芯”基本法牵引效果逐步显现，上海国资及公司高管底部持续增持彰显信心。
- 6月以来，公司积极抢抓疫后业务复苏，个险期缴增速单月接近翻番。受奥密克戎变异毒株全国各地散发影响，队伍线下展业受到冲击，1Q22代理人渠道新单保费为92.19亿元，同比大幅下降44.1%，归因来看，月均人力同比大幅下滑53.4%，但月人均首年保险业务收入同比增长19.9%；队伍质态改善主要得益于核心人力规模环比提升，核心人力的人均产能同比均提升，年初实施的“芯”基本法牵引效果逐步显现。我们预计1H21公司NBV同比下降逾45%，二季度边际改善。
- 我们预计公司2022年至2024年归母净利润分别为225、319和355亿元，同比增速为-16%、42%和11%，当前股价对应2022年至2024年P/EV分别为0.40、0.36、0.33倍，考虑到估值性价比，维持买入评级。

中国太保盈利预测与估值（截至2022年7月8日）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归属于母公司的净利润（百万元）	24,584	26,834	22,525	31,946	35,497
同比增长率（%）	-11%	9%	-16%	42%	11%
新业务价值	17,841	13,412	11,457	13,069	14,894
新业务价值增长率（%）	-27%	-25%	-15%	14%	14%
EVPS	47.74	51.80	56.58	63.40	69.26
P/EV	0.48	0.44	0.40	0.36	0.33

- **财险 α 进行时：数星星不如数月亮，紧握景气度持续改善的财险板块，**
 - 权益市场回暖，汽车整车板块大幅反弹，戴维斯双击可期。疫情蔓延对财险业务影响整体利大于弊，车险保费需求侧刚性，赔付率压力下降带动车险承保利润率明显改善。车险综改近两年，头部险企承保利润有望迎来量价齐升。值得注意的是，城市流量恢复具有滞后性，汽车出行率和赔付率的恢复是一个缓慢的过程。出行密度恢复的时间差内，车险出险率仍将维持低位。综合考虑疫情防控形势和车辆出行率的下降情况，我们预计2Q22至3Q22，汽车出险率同比下降逾10%
- **寿险 β 甜蜜期：新单孱弱已Price-in，头部险企转型成效初显。**
 - 2021年以来寿险板块的持续下跌反映出市场对中长期新单增长前景的确定性和可见度产生了明显的担忧，而且这一担忧不是个体的、局部的，而是一致预期。2Q22以来寿险新单有企稳迹象，虽然价值型业务受供需两弱持续影响NBV增长仍旧承压，但队伍产能持续改善指向头部寿险公司队伍改革成效初现。知往鉴今，伴随着疫情货币政策的宽松以及疫情缓解后复工复产，市场逐步修复，券商涨停潮带动保险板块 β 加速体现。
- **投资建议：推荐中国财险、中国平安、中国太保**

上市险企估值表 (截至2022年7月8日收盘)

代码	EVPS	最新收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	45.82	76.34	82.43	89.07	95.07	中国平安	0.60	0.56	0.51	0.48
601628.SH	中国人寿	30.25	42.56	46.71	51.47	56.43	中国人寿	0.71	0.65	0.59	0.54
601601.SH	中国太保	22.88	51.80	56.58	63.40	69.26	中国太保	0.44	0.40	0.36	0.33
601336.SH	新华保险	31.17	82.96	88.68	97.70	107.39	新华保险	0.38	0.35	0.32	0.29
代码	EPS	最新收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	45.82	5.56	7.81	8.62	9.40	中国平安	8.24	5.86	5.31	4.87
601628.SH	中国人寿	30.25	1.80	1.41	1.96	2.14	中国人寿	16.79	21.49	15.40	14.10
601601.SH	中国太保	22.88	2.79	2.34	3.32	3.69	中国太保	8.20	9.77	6.89	6.20
601336.SH	新华保险	31.17	4.79	3.81	5.72	6.08	新华保险	6.51	8.17	5.45	5.12
代码	BVPS	最新收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	45.82	44.44	48.78	54.05	59.86	中国平安	1.03	0.94	0.85	0.77
601628.SH	中国人寿	30.25	16.93	17.82	19.41	21.00	中国人寿	1.79	1.70	1.56	1.44
601601.SH	中国太保	22.88	23.57	25.06	27.63	30.16	中国太保	0.97	0.91	0.83	0.76
601336.SH	新华保险	31.17	34.77	37.58	42.63	47.52	新华保险	0.90	0.83	0.73	0.66
代码	BVPS	最新收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	8.29	9.12	9.88	10.83	11.84	中国财险	0.78	0.72	0.66	0.60

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

注: 除中国财险外, 以上公司皆为A股上市险企, 其中A股上市险企股价单位统一为人民币, 港股(H股)险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照1港元=0.8542元人民币汇率计算, 数据更新至2022年7月8日; 业绩预测值均来自东吴证券研究所

- 1) 寿险新单保费持续下滑：如果保障型保单后续销售不力，将影响寿险业务成长预期及NBV、EV增速预期；
- 2) 长端利率超预期下行：长端利率下行会导致保险公司利差收窄，影响盈利能力及未来投资收益率；
- 3) 股市波动导致投资收益减少：股市波动会对保险公司净利润及EV增长造成负面冲击；
- 4) 国内外疫情控制不及预期：国内外疫情蔓延，若控制疫情情况不及预期，持续时间长，恐慌情绪可能导致资产抛售，股市下挫，保险新单销售大幅下滑，新业务价值降幅超出预期；
- 5) 保险代理人增员不及预期：代理人收入下滑，主动脱落，队伍规模持续下降。

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>

东吴证券 财富家园