

# 增长动能复苏在望

华泰研究

2022年9月09日 | 中国香港

更新报告

保险

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

110.00

研究员

李健, PhD

SAC No. S0570521010001

lijian@htsc.com

SFC No. AWF297

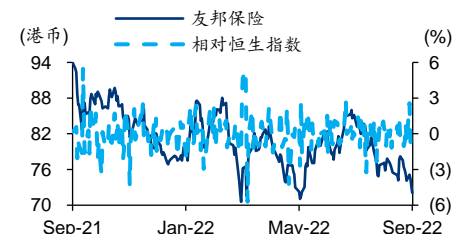
+(852) 3658 6112

[点击查看华泰证券研究团队介绍和观点](#)


## 基本数据

目标价(港币)	110.00
收盘价(港币 截至9月8日)	72.05
市值(港币百万)	859,903
6个月平均日成交额(港币百万)	1,891
52周价格范围(港币)	70.15-95.75
BVPS(美元)	3.41

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 投资波动导致罕见亏损

受投资市场大幅波动的影响,友邦保险 1H22 报出了上市以来归母净利润的首次亏损 5.7 亿美元。受债券利率上升、信用利差走阔,股票市场下跌影响,其债券、基金股票和衍生品投资均出现了大幅亏损,我们计算其 1H22 年化总投资收益率为 -10.7%,为上市以来最低水平。但扣除掉投资波动后的营运利润依然实现了 1% 增长,显现出有韧性的盈利能力。友邦的新业务价值 (NBV) 明显复苏,公司整体 NBV 在六月实现了正增长, NBV 贡献占比最大的中国内地市场在七月也实现了正增长,我们预计友邦在 2H22 实现高个位数的 NBV 正增长。考虑到上半年的亏损,我们下调了 2022/2023/2024 EPS 至 USD0.10/0.77/0.75 (前值 USD0.58/0.72/0.78), 下调基于 DCF 的目标价至 HKD110 (前值 HKD120), 维持买入评级。

## 新业务价值反弹可期

友邦保险的代理人渠道贡献了大约八成的 NBV。与大部分中资保险公司的趋势不同,其代理人数量在二季度实现了环比正增长,我们认为支撑了其 NBV 增长的复苏。其合作渠道(包括银保和与科技公司的合作) NBV 与上年同期大致持平,且二季度环比反弹强劲。我们预期友邦保险 2022 年 NBV 同比下滑 5% (1H22 -15%/2H22 8%)。其中中国内地市场 NBV 全年同比下滑 14%,其他市场全年持平。我们预计 2023 年 NBV 同比增长 19%,其中内地市场 14%,其他市场 21%。其中的基础假设是中国香港在 2H23 开关,如果届时不开关,我们 2023 年 NBV 增速预测将降至低双位数。

## 自由盈余创新高

自由盈余 (free surplus, FS) 作为可以自由动用的资本,是保险公司创造的相当于现金的价值。友邦的 FS 在 1H22 末达到历史最高点 206 亿美元,扣除偿付能力监管体系切换至 HKRBC 带来的一次性 78 亿美元的 FS 释放,依然处于历史上的高位。友邦过去五年每年自然产生的 FS 在 50-70 亿美元之间,显现出强大的价值创造能力。基于充裕的自有盈余,友邦在今年上半年宣布了用三年时间回购 100 亿美元的股票。我们预期友邦仍将维持其 35% (基于营运利润) 的分红率。

## 竞争优势明显

友邦的估值(目前: 1.55x 2022E PEV) 历来显著高于同业,我们认为溢价来源于其优质代理人策略、稳定良好的产品利润率、在内地市场的经营地域扩张、以及强健的资产负债表。我们预计其营运 ROE 在未来 2-3 年将上升至 15% 左右,营运 ROEV 上升至 13% 左右。我们认为当前估值具有吸引力。

风险提示: NBV 和营运利润增速或大幅恶化,投资出现重大亏损。

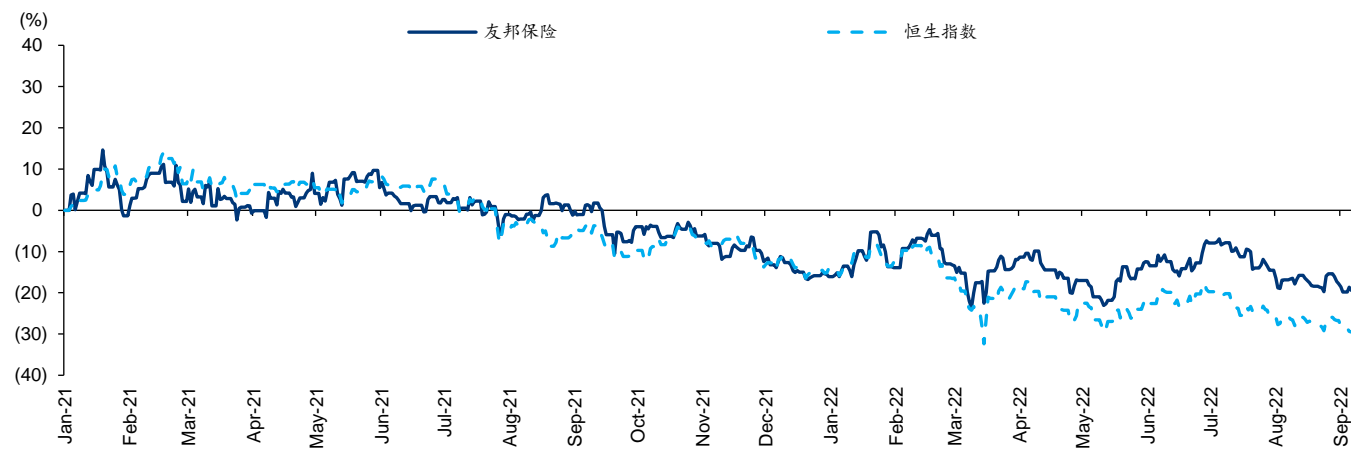
## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入(美元百万)	35,780	37,123	38,143	40,381	43,108
+/-%	2.88	3.75	2.75	5.87	6.75
总投资收益(美元百万)	16,707	12,748	(9,893)	15,891	16,318
+/-%	16.43	(23.70)	(177.60)	(260.63)	2.69
归母净利润(美元百万)	5,779	7,427	1,169	8,979	8,602
+/-%	(3.35)	28.52	(84.25)	667.79	(4.19)
EPS(美元)	0.48	0.62	0.10	0.77	0.75
DPS(美元)	0.17	0.19	0.20	0.22	0.26
PB(倍)	1.78	1.86	2.88	2.10	1.96
PE(倍)	19.39	15.01	95.35	12.14	12.39
PEV(倍)	1.73	1.54	1.55	1.40	1.27
股息率(%)	1.87	2.02	2.10	2.38	2.81

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

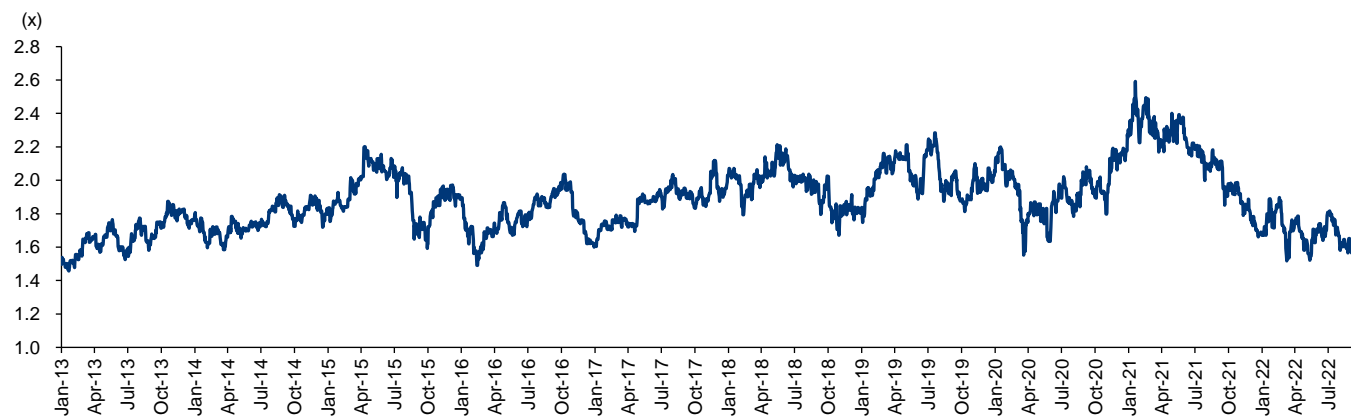
## 估值和主要预测

图表1: 友邦保险: 股价表现



资料来源: Bloomberg、华泰研究

图表2: 友邦保险: 滚动 PEV



资料来源: Bloomberg、公司公告、华泰研究

图表3: 友邦保险: 关键预测

(美元)	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	0.62	0.10	0.77	0.75
营运 EPS	0.53	0.55	0.63	0.74
DPS	0.19	0.20	0.22	0.26
EVPS	6.03	5.99	6.66	7.34
NBV (百万)	3,366	3,206	3,807	4,382
首年保费 (百万)	11,046	10,594	12,571	14,397
年化新保费 (百万)	5,647	5,642	6,622	7,643
NBV 价值率 (首年保费)	30.5%	30.3%	30.3%	30.4%
NBV 价值率 (年化新保费)	59.3%	56.8%	57.5%	57.3%
ROE	12.01%	2.37%	20.03%	16.36%
ROEV	16.62%	8.10%	16.19%	14.98%

资料来源: 华泰研究预测

## 核心预测调整

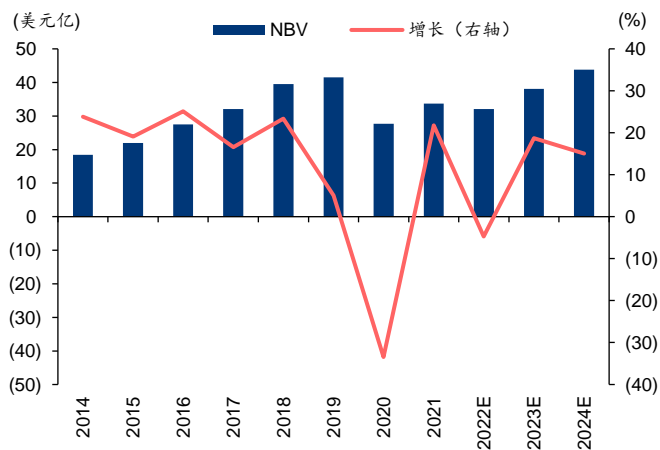
我们调整了投资假设以反映上半年资本市场波动所导致的净亏损。我们下调了对于 2022 年总投资收益率的假设 8.1pp，我们最新预测的 2022 年总投资收益率为-3.7%。受此影响，2022 年的股东净利润预测被调低 83.0%。

图表4：友邦保险：核心预测调整

(美元百万)	更新预测			此前预测			调整幅度		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
年化新保费	5,642	6,622	7,643	5,558	6,676	7,866	1.5%	-0.8%	-2.8%
总投资收益率	-3.7%	5.8%	5.3%	4.5%	5.2%	5.2%	-8.1pp	0.6pp	0.1pp
股东净利润	1,169	8,979	8,602	6,861	8,370	8,895	-83.0%	7.3%	-3.3%
归属股东的营运利润	6,551	7,274	8,379	6,851	7,748	8,631	-4.4%	-6.1%	-2.9%
NBV	3,206	3,807	4,382	3,214	3,895	4,579	-0.2%	-2.3%	-4.3%
- 中国内地	955	1,090	1,203	917	1,003	1,156	4.2%	8.7%	4.1%
- 中国香港	783	1,091	1,393	791	1,211	1,539	-1.0%	-9.9%	-9.5%
- 泰国	573	633	699	589	665	756	-2.7%	-4.8%	-7.5%
- 新加坡	360	387	412	341	377	411	5.7%	2.6%	0.4%
- 马来西亚	326	365	405	291	322	361	12.1%	13.5%	12.0%
- 其他市场	468	536	608	518	594	680	-9.6%	-9.7%	-10.6%

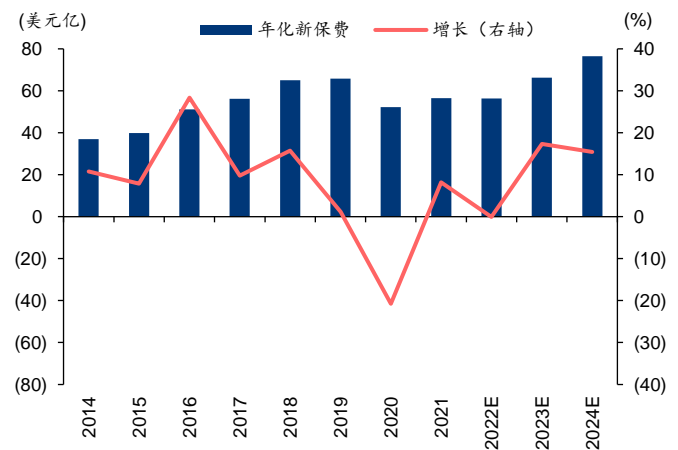
资料来源：华泰研究预测

图表5：友邦保险：NBV 预测



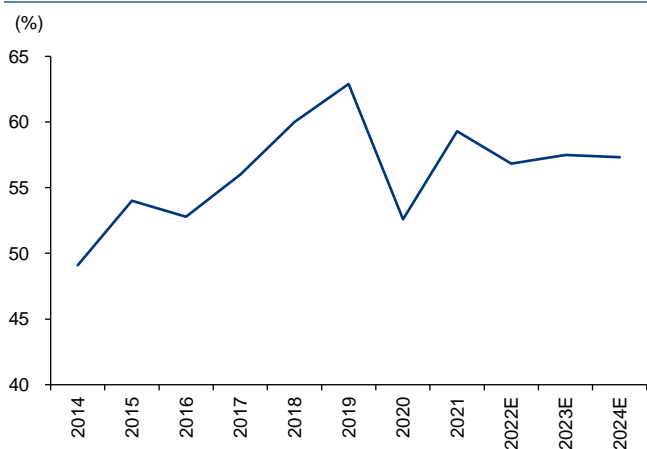
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表6：友邦保险：ANP 预测



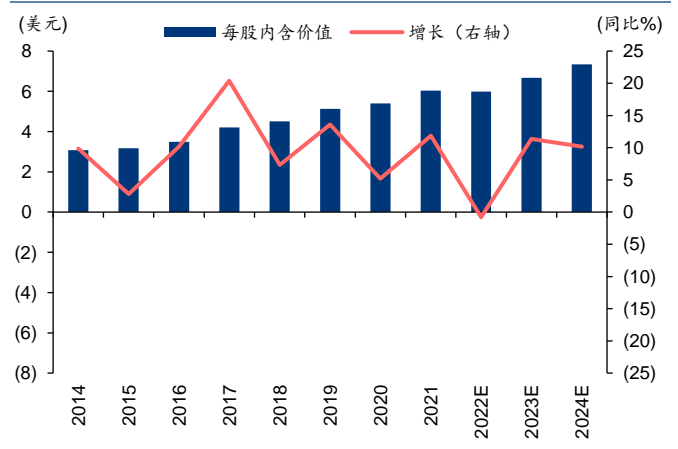
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表7：友邦保险：NBV 价值率 (基于 ANP) 预测



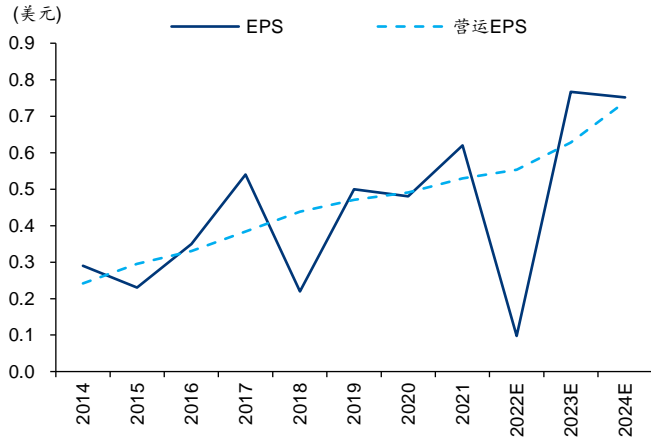
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表8：友邦保险：EVPS 预测



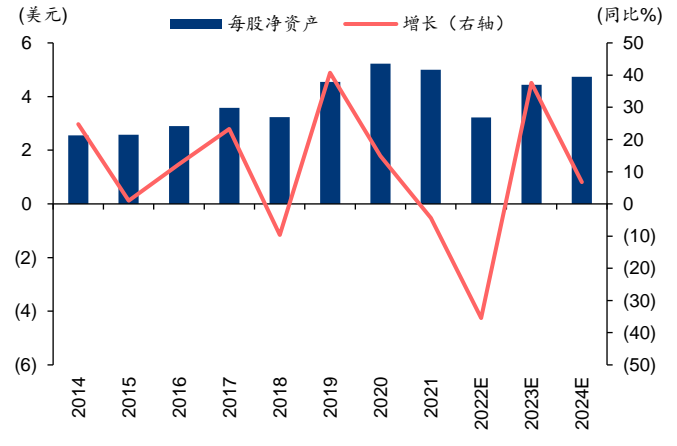
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表9: 友邦保险: EPS 和营运 EPS 预测



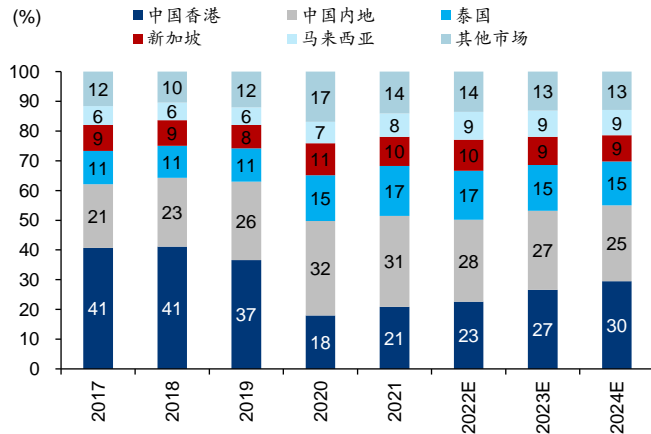
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表10: 友邦保险: BVPS 预测



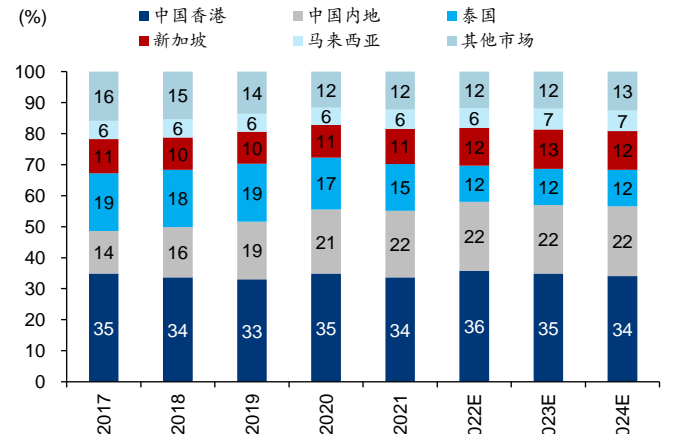
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表11: 友邦保险: NBV 结构



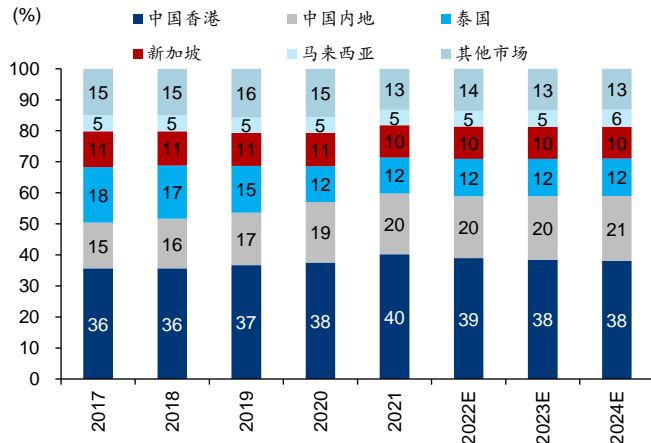
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表12: 友邦保险: OPAT 结构



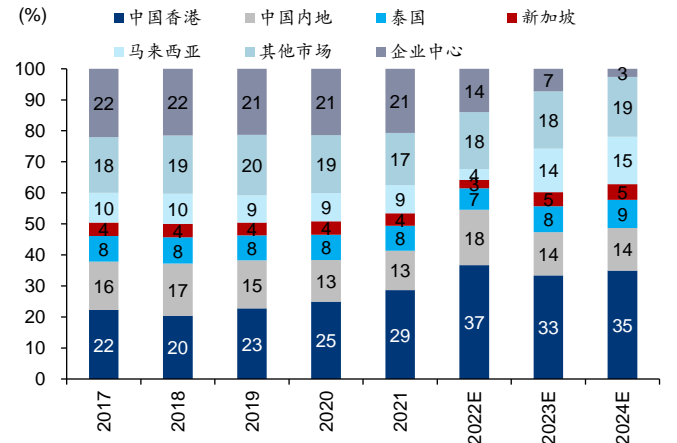
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表13: 友邦保险: 内含价值结构



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表14: 友邦保险: 股东分配权益结构



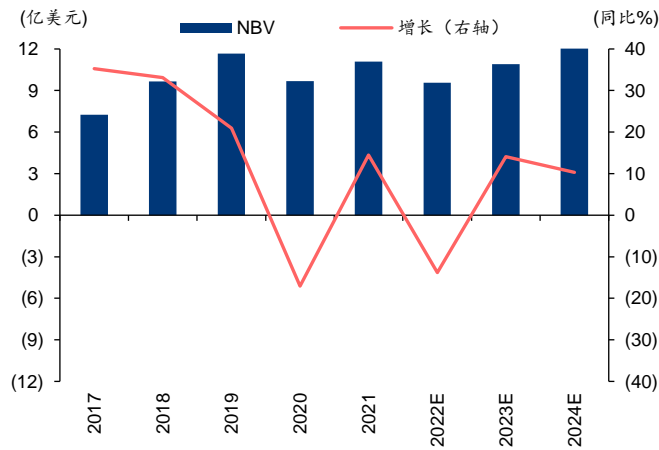
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 各市场分部表现

### 中国内地

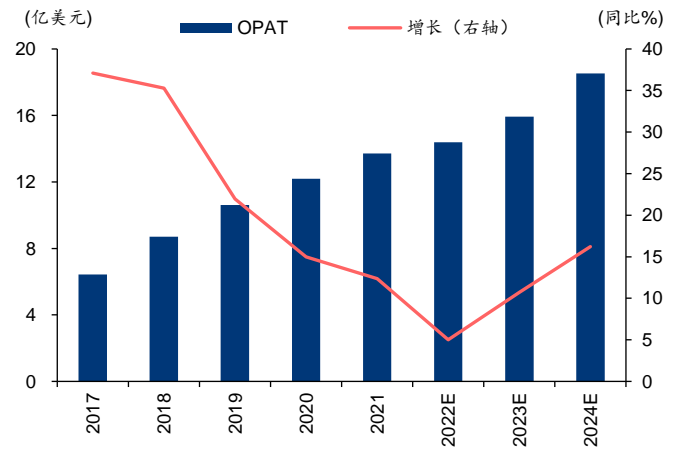
受到中国内地上半年疫情的影响，友邦的内地业务在 1H22 录得 24% 的 NBV 同比下滑，新单增长和价值率均在 1H22 承压。由于友邦在一线城市的业务敞口较为集中，所以 2Q22 一线城市的疫情对于内地新单增长影响更为显著。1H22 业务中保障型业务占比较去年同期低，价值率出现了同比下滑。上半年的营运利润 (OPAT) 同比增长 4%，存量业务的增长部分被投资回报下降所抵消。尽管 1H22 表现较弱，防疫措施的放松之下，NBV 已于 7 月恢复正增长。此外，友邦还披露了内地新进入市场的情况 (天津/石家庄/四川/湖北)，代理人的 NBV 同比增长 47%，活跃代理人同比增长 34%。我们预计 2022 年/2023 年的 NBV 增长分别为 -13.8%/14.1%。

图表 15: 友邦保险: 中国内地市场 NBV



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表 16: 友邦保险: 中国内地市场 OPAT

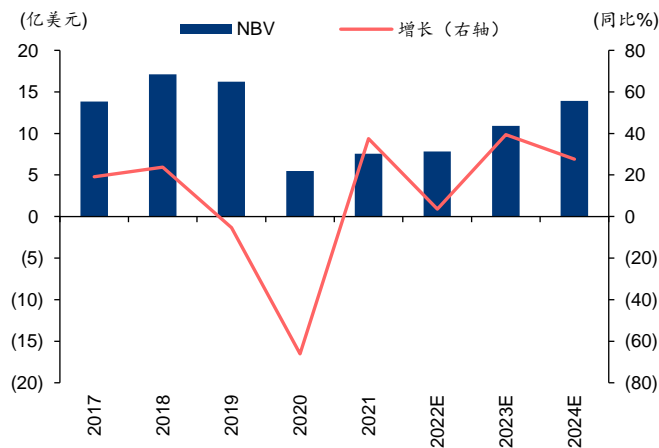


资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 中国香港

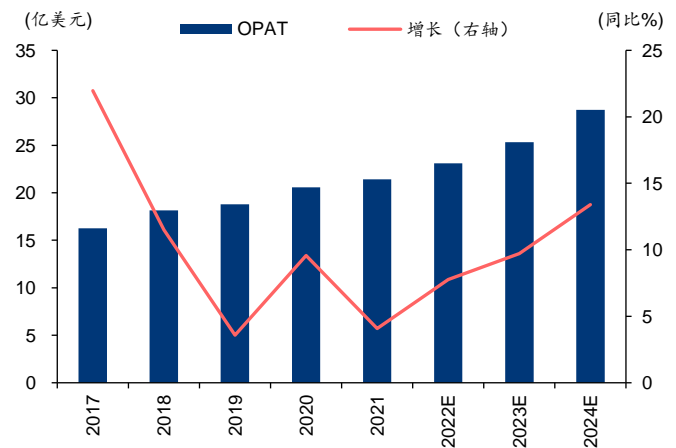
尽管内地与香港之间仍未实现双向无限制通关，友邦的中国香港市场仍然在 1H22 实现了 3% 的 NBV 同比增长。本地客户是支撑中国香港市场实现增长的关键，内地访客 NBV (通过澳门分行) 同比增长超过 90%，但是占比不到中国香港 NBV 的十分之一。分红险盈利能力提升支撑下的价值率上涨是推动 1H22 NBV 增长的动力，同期年化新保费录得超过 10% 的下滑。考虑到市场的成熟度较高，我们认为在内地旅客无法免隔离往返内地与香港前，友邦的中国香港市场 NBV 预计都将保持低单位数的增长。基于 2H23 通关的假设，我们预计 2022 年/2023 年的中国香港 NBV 增长为 4%/39%。存量业务的增长和较去年同期上升的营运投资回报使得 1H22 的 OPAT 同比增长 7%，我们预计 OPAT 增长将会持续恢复。

图表 17: 友邦保险: 中国香港市场 NBV



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表 18: 友邦保险: 中国香港市场 OPAT

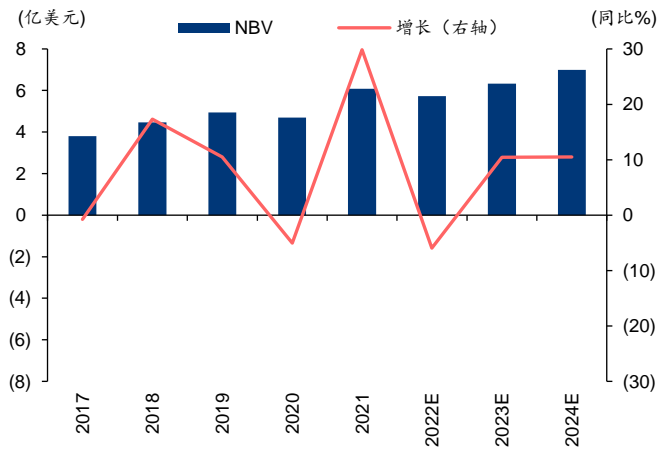


资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 泰国

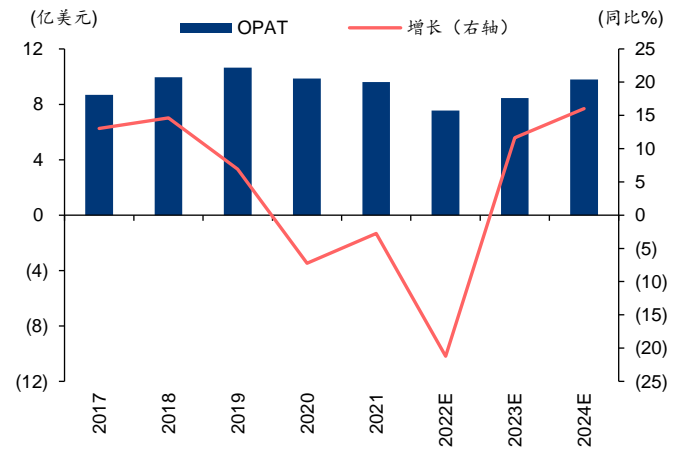
尽管泰国已于二季度放宽了疫情的管控，但是效果并未充分体现在 1H22 的业绩中。泰国的 1H22 NBV 同比下滑 17%，拖累增长的因素是价值率的恶化，年化新单保费仍同比增长 2%。公司表示是附加险销售的减少导致了 1H22 价值率的下滑。此外，美元升值对泰国业务影响较为显著，固定汇率口径下的 1H22 NBV 同比下滑为 9%。泰国市场 OPAT 受疫情期间客户前往私立医院治疗的影响，在 1H22 同比减少 30%。随着限制措施的解除和感染人数的回落，NBV 和 OPAT 均有所改善，6 月的 NBV 恢复增长，同时 2Q22 的新冠相关理赔金额也有较一季度有所减少。我们预计 2022 年/2023 年的泰国 NBV 增长为 -5.9%/10.5%。

图表19：友邦保险：泰国市场 NBV



资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表20：友邦保险：泰国市场 OPAT

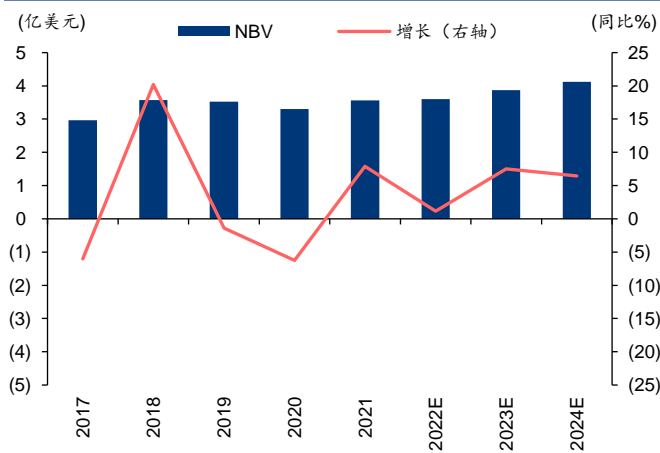


资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 新加坡

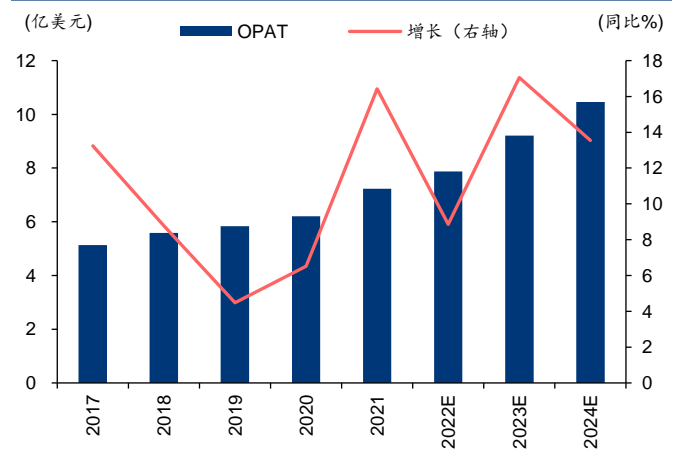
疫情管控措施的解除已经体现在了新加坡市场的 1H22 业绩之中。尽管 1H22 的 NBV 同比下滑 9%（固定汇率：下降 6%），但是其中 2Q22 已经实现了双位数的 NBV 增长。我们认为新加坡市场的 OPAT 在 1H22 的表现较为强劲，同比增长了 9%，有效业务的增长、股票营运投资回报的上升以及有利的理赔经验均支撑了 OPAT 的表现。考虑到新加坡市场的寿险渗透率高且较为成熟，我们预计未来的增长将会较为平缓，我们预测的 2022 年/2023 年新加坡市场 NBV 增长为 1.1%/7.5%。

图表21：友邦保险：新加坡市场 NBV



资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表22：友邦保险：新加坡市场 OPAT

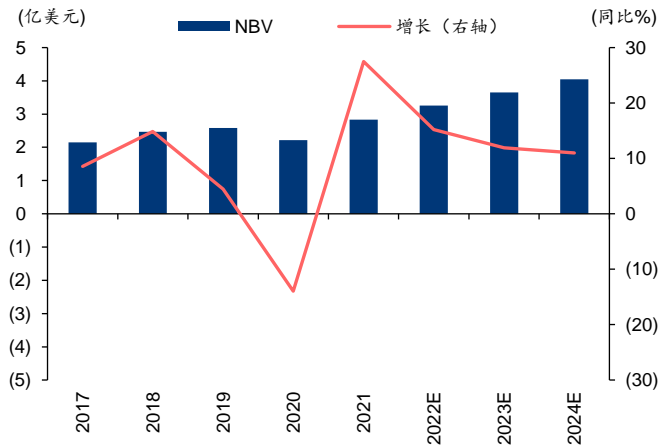


资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 马来西亚

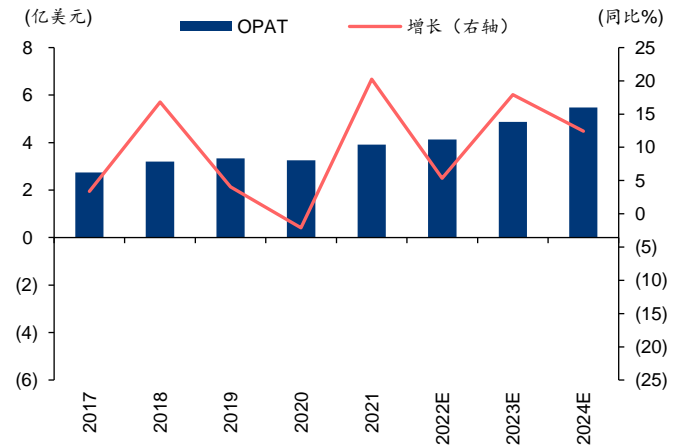
马来西亚市场与新加坡市场相似，疫情管控措施在 2Q22 逐步放松。在二季度的强劲增长支撑下，马来西亚市场在 1H22 实现了 3%（固定汇率：7%）的 NBV 同比增长。尽管新单保费在 1H22 录得同比负增长，但是承保开支超支的改善使得价值率有所改善，支撑 NBV 实现了正增长。马来西亚的 OPAT 也在存量业务增长和较好的理赔经验带动下在 1H22 实现了 4% 的同比增长。我们预计马来西亚将在下半年受惠于疫情防控措施解除后的恢复，录得 NBV 的反弹，我们预计 2022 年/2023 年的 NBV 增长分别为 15.2%/11.9%。

图表23: 友邦保险: 马来西亚市场 NBV



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表24: 友邦保险: 马来西亚市场 OPAT

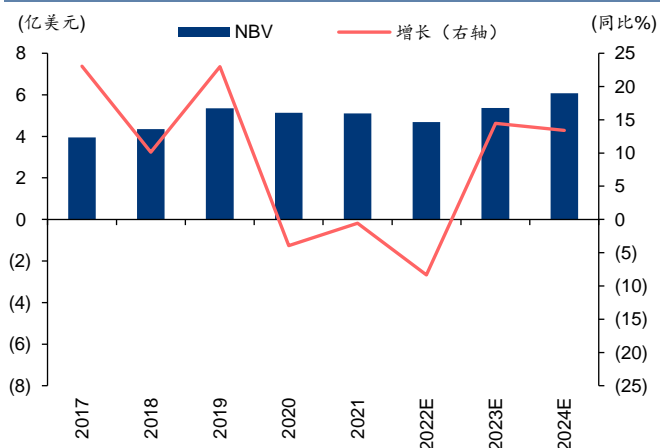


资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 其他市场

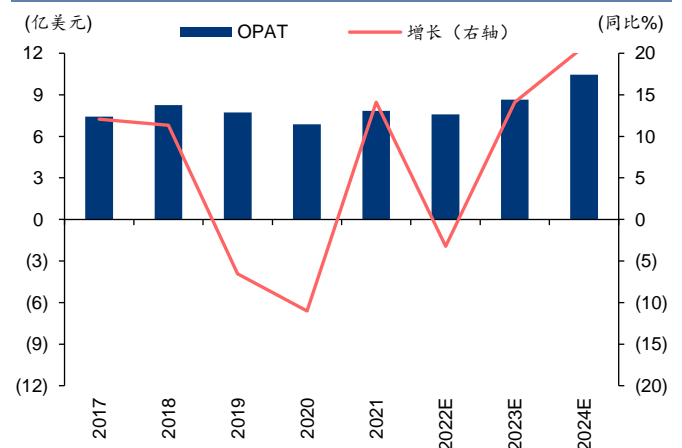
其他市场在 1H22 录得 18% 的 NBV 下滑以及 1% 的 OPAT 同比下滑，新单增长和 NBV 价值率均承压。整体而言，随着一季度疫情的影响逐步消退，其他市场中的大部分地区在二季度均出现了业务的好转，从而部分减轻了 1Q22 疫情所导致的负增长。科技方面的投资拖累了 OPAT，部分抵消了存量业务增长和理赔改善对 OPAT 增长所带来的利好。我们认为其他市场在下半年将会实现同比增长，预计 2022 年/2023 年其他市场的 NBV 增长为 -8.3%/14.5%。

图表25: 友邦保险: 其他市场 NBV



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表26: 友邦保险: 其他市场 OPAT

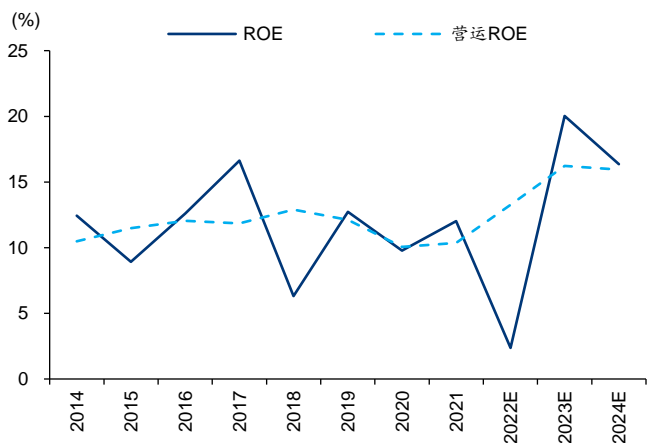


资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 资本回报短期承压

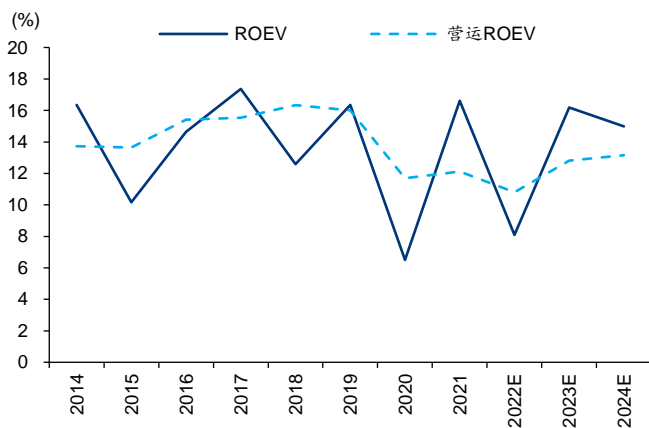
资本市场短期波动的影响导致盈利在 1H22 承压, 预计将会使得 2022 年的 ROE 有所下降。但是, 基于剔除投资波动后的 OPAT 的营运 ROE 则相对较为稳定。此外, NBV 的负增长预计也将会导致 ROEV 阶段性的承压。但是, 我们预计股东净利润和 NBV 在 2023 年将实现正增长, 这预计将支撑 ROE 和 ROEV 的修复。

图表27: 友邦保险: ROE 与营运 ROE



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表28: 友邦保险: ROEV 与营运 ROEV



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 估值方法

我们使用三阶段(50年)DCF模型来对友邦进行估值,估值基于会计指标和内含价值指标。

- 1) 阶段一: 3年, 我们的模型给出明确的预测。
- 2) 阶段二: 下一个10年是防御期。我们对ROE或ROEV和资本增长做出假设。
- 3) 阶段三: 接下来的37年视为长期阶段。我们假设ROE和ROEV逐渐下降,趋近资本成本。

我们将三个阶段的现金流量按相关资本成本折现至今年年底,并加入了终值的估算。在考虑股息支付后,我们得出了友邦6-12个月的远期估值。我们用资本资产定价模型(CAPM)推导出资本成本。无风险利率考虑了业务的地理分布(中国内地:3.0%,中国香港:1.0%,新加坡:1.0%,马来西亚:3.0%,泰国:1.5%,其他市场:3.0%)。我们对友邦所有业务使用650个基点的股权风险溢价,并在1.4倍的beta中考虑了其债务杠杆。我们110港币的目标价是基于使用账面价值法(85港币)和内含价值法(135港币)得出的平均估值。

图表29: 友邦: 关键假设

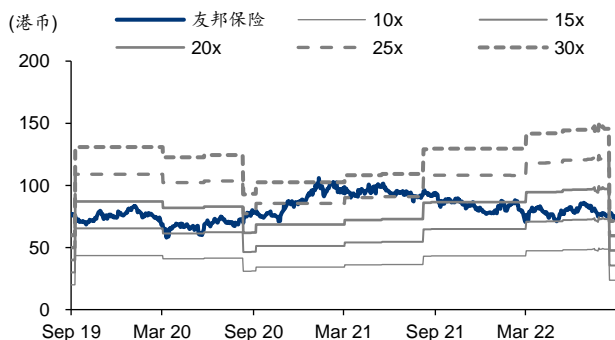
(%)	未来50年的资本回报					
	阶段一			阶段二		阶段三
	2023E	2024E	2025E	2026E	2035E	2072E
内含价值法	12.8	13.2	15.0	17.0	16.0	11.0
账面价值法	19.0	16.3	15.0	17.0	16.0	11.0

资料来源: 华泰研究预测

## 风险提示

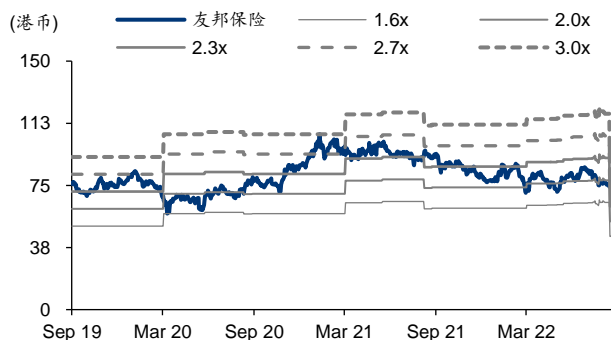
新冠病毒或出现新变异株导致防疫措施再次收紧,给寿险代理人的销售带来困难,或导致NBV和营运利润的增速大幅恶化。在投资方面,资本市场的持续波动可能会带来重大的投资损失。

图表30: 友邦保险 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表31: 友邦保险 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 损益表

会计年度 (美元十亿)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入	36	37	38	40	43
分出保费	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
未到期责任准备金提转差	0	0	0	0	0
<b>已赚净保费</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>40</b>
总投资收益	17	13	(10)	16	16
其他收益	0	0	0	0	0
<b>总收入</b>	<b>50</b>	<b>48</b>	<b>26</b>	<b>54</b>	<b>57</b>
保险给付及赔付	(35)	(30)	(15)	(34)	(37)
成本及其他费用	(8)	(9)	(9)	(9)	(10)
<b>总给付、赔付及费用合计</b>	<b>(43)</b>	<b>(39)</b>	<b>(24)</b>	<b>(43)</b>	<b>(47)</b>
联营企业利润份额	(0)	(0)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
所得税	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)
<b>净利润</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
归母净利润	6	7	1	9	9
少数股东权益	0	0	0	0	0

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (倍)	19.39	15.01	95.35	12.14	12.39
PEV (倍)	1.73	1.54	1.55	1.40	1.27
PB (倍)	1.78	1.86	2.88	2.10	1.96
PTNAV (倍)	3.45	3.90	16.14	6.09	5.97
ROE	9.78	12.01	2.37	20.03	16.36
ROA	1.89	2.25	0.38	2.80	2.39
股息率	1.87	2.02	2.10	2.38	2.81
派息率	36.32	30.31	199.93	28.91	34.81

### 每股数据

会计年度 (美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	0.48	0.62	0.10	0.77	0.75
DPS	0.17	0.19	0.20	0.22	0.26
BVPS	5.23	5.00	3.23	4.44	4.74
每股有形净资产	2.70	2.38	0.58	1.53	1.56
每股内含价值	5.39	6.03	5.99	6.66	7.34

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

会计年度 (美元十亿)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>资产</b>					
现金及存款	6	5	4	5	6
债券	211	209	182	211	233
股票	60	72	62	72	80
其他投资资产	6	8	7	8	9
<b>总投资资产</b>	<b>282</b>	<b>294</b>	<b>256</b>	<b>296</b>	<b>327</b>
其他资产	44	46	45	48	52
<b>总资产</b>	<b>326</b>	<b>340</b>	<b>300</b>	<b>345</b>	<b>379</b>
<b>负债</b>					
保险合同负债	223	239	220	247	275
投资合同负债	13	12	9	10	11
计息应付	10	11	13	15	16
其他负债	16	16	20	22	24
<b>总负债</b>	<b>262</b>	<b>279</b>	<b>261</b>	<b>293</b>	<b>325</b>
<b>权益</b>					
股本	14	14	14	14	14
储备	49	47	24	38	40
其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>股东权益</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>54</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>权益合计</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>54</b>

### 增长与盈利水平

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛保费收入增长	2.88	3.75	2.75	5.87	6.75
总投资收益增长	16.43	(23.70)	(177.60)	(260.63)	2.69
归母净利润增长	(3.35)	28.52	(84.25)	667.79	(4.19)
每股盈利增长	(4.00)	29.17	(84.26)	685.59	(2.03)
总资产增长	14.78	4.22	(11.70)	14.82	10.11
股东权益增长	15.02	(4.32)	(36.76)	34.49	4.49
新业务价值增长	(33.44)	21.74	(4.74)	18.74	15.08
集团内含价值增长	5.26	11.86	(2.82)	8.81	7.82

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李健, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李健本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司