

保险行业：寿险复苏仍看银保，产险发力倚仗非车

——保险行业2023年年度策略报告

2022年12月2日

看好/维持

非银行金融 行业报告

分析师	刘嘉玮 电话：010-66554043 liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001
分析师	高鑫 电话：010-66554130 gaoxin@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070005

投资摘要：

年初以来，保险板块跑赢市场主要指数，截至2022年11月30日，保险板块较年初下跌8.98%，跑赢上证指数（-13.42%）、沪深300（-22.01%）和上证50（-20.39%）。年内个股表现分化，中国人寿、中国人保、中国人寿涨幅排名靠前。得益于财产险收入稳定增长和综合成本率下降，中国人寿年内涨幅高于行业，年内上涨15.32%；中国人寿由于负债端、投资端表现均优于同业，年内上涨20.14%。其他上市险企中，中国太保、中国平安、新华保险、中国太平（港股）年内分别下跌10.25%、10.83%、26.23%、25.98%。

2022年保险行业监管政策频繁出台，涉及规范保险公司经营规范、销售行为、理赔管理等多方面。同时，年内也多措并举规范促进行业可持续、健康发展。偿二代二期工程于年初落地，对国内险企的经营和资本充足率等核心指标构成一定压力；年内个人养老金制度正式开闸启动，保险公司有望发挥专业优势抢占蓝海市场。我们预计，未来一段时期保险行业强监管仍将持续。行业监管趋严必将带来阵痛，但长远来看有助于引导行业高质量发展。对于险企经营层面和业绩层面而言，监管政策仍是重要影响因素，需要持续重点关注。

人身险：近年来，在宏观经济增速下滑和疫情的多重影响下，居民的高价值保障型保险产品消费意愿略有下降，同时疫情造成代理人线下展业活动受限，也导致以代理人渠道为主战场的高价值业务新单减少，保险产品在需求和供给两端增长乏力，银保渠道成为险企核心增长动能。随着宏观经济修复、疫情影响边际减弱，高价值产品需求修复仍存在一定滞后性，迫使保险公司的产品策略由“重价值”向疫情初期的“重规模”再向当前及未来一段时间的“规模与价值并重”转变。我们判断，随着需求缓慢恢复，叠加代理人逐步实现“量质双增”，明年新业务价值降幅或将持续收窄，但需求恢复程度仍受宏观经济及疫情影响，板块投资周期拉长是大概率事件。

财产险：当前产险公司的核心竞争力主要体现在成本控制和业务结构上。成本控制方面，大型险企仍握有规模效应下的定价及渠道优势，成本控制能力较强，盈利空间较为显著；业务结构方面，在我国汽车保有量增速放缓压降车险市场增长空间的大趋势下，财产险的多元化发展是长期趋势。总的来说，当前财产险行业竞争格局逐步优化，龙头公司竞争优势突出、市占率逐步提升。在政策引导下，产险行业实现渠道端竞争优化，大型险企仍握有规模效应下的定价及渠道优势，成本控制能力较强；大型险企的业务结构更为多元，对于新兴险种，如新能源车险，大型险企也可以利用自身规模优势掌握市场定价权，实现在新产品市场竞争中的量价齐升。

投资端：在保险主业面临增长困境的背景下，投资收益已经成为保险公司寻求盈利增长的新动能，因此险企在资产配置策略中逐步提升股权类资产配置比以追求更高的投资收益。2022年，受国内利率长期下行、房地产投资风险加大及权益市场波动影响，保险公司投资端业绩承压。我们认为，未来一段时期随着国内权益市场边际改善，且在政策呵护下房地产投资风险也有望缓慢释放，叠加各类稳增长、减税降费政策的持续出台，配合险企自身资产配置结构的不断优化和风控能力的有效提升，险企投资端有望延续边际改善态势。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PB				评级
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	

中国平安	5.77	5.48	6.16	7.15	1.00	0.93	0.87	0.82	0.98	推荐
中国太保	2.79	2.58	2.92	3.40	0.93	0.89	0.87	0.84	1.06	推荐

资料来源：公司公告、东兴证券研究

目 录

1. 行情回顾：板块跑赢市场主要指数，个股表现分化	4
2. 监管政策出台频率进一步提升，引导行业规范化发展	5
3. 人身险：需求复苏仍待观察，银保渠道担当增长“主引擎”	6
4. 财产险：头部险企竞争优势突出，多元化变革仍是长久之计	7
5. 投资端：或成业绩胜负手，行业 β 属性不断增强	8
6. 推荐标的——中国平安、中国太保	10
6.1 中国平安：房地产风险持续释放，投资端逐步走出低谷	10
6.2 中国太保——多核心指标触底回升，负债端复苏信号显现	11
7. 风险提示	11
相关报告汇总	12

插图目录

图 1：截至 2022 年 11 月 30 日市场重点指数及保险行业走势情况	4
图 2：截至 2022 年 11 月 30 日主要上市险企涨跌幅情况	4
图 3：2015-2022H 上市险企 NBV 增速情况	6
图 4：2015-2022H 中国平安 ROEV 情况	6
图 5：2010-2022H A 股上市人身险公司个险营销代理人数量（单位：万人）	7
图 6：2016-2022H A 股上市产险公司赔付率情况	7
图 7：2015-2022H A 股上市产险公司费用率情况	7
图 8：2010-2022H 财产险公司分险种保费收入及车、非车保险占比情况（单位：亿元）	8
图 9：2016-2022H 投资收益率假设变动对寿险公司内含价值的影响	9
图 10：2016-2022H 上市险企总投资收益率情况	9
图 11：2016-2022H 上市险企净投资收益率情况	9
图 12：10 年期国债收益率 750 天移动平均（单位：%）	10

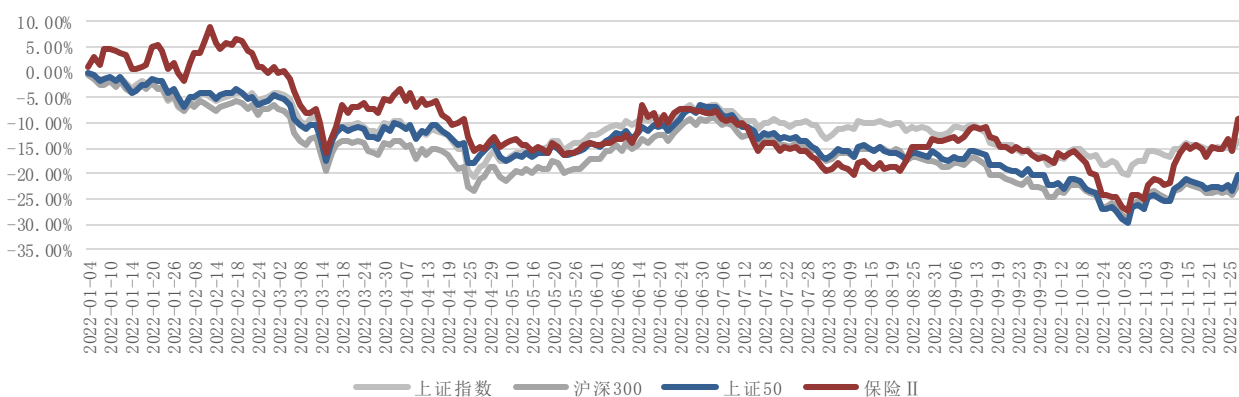
表格目录

表 1：2022 年银保监会保险行业相关政策发布不完全统计	5
表 2：中国平安盈利预测	10
表 3：中国太保盈利预测	11

1. 行情回顾：板块跑赢市场主要指数，个股表现分化

上半年，在疫情多点散发和行业监管政策趋严的影响下，保险公司主业增速放缓、保费收入复苏不及预期，同时，在利率波动、国债收益率 750 日均线下移、房地产业务暴雷等因素影响下，保险公司业绩持续承压。下半年在国内通胀、中美利差等因素影响下，国内利率下行趋势出现一定程度的逆转，保险公司准备金计提压力有所释放，同时借力国家多轮密集的房地产利好政策，上市险企股价呈现复苏态势，截至 2022 年 11 月 30 日，保险板块较年初下跌 8.98%，跑赢上证指数 (-13.42%)、沪深 300 (-22.01%) 和上证 50 (-20.39%)。

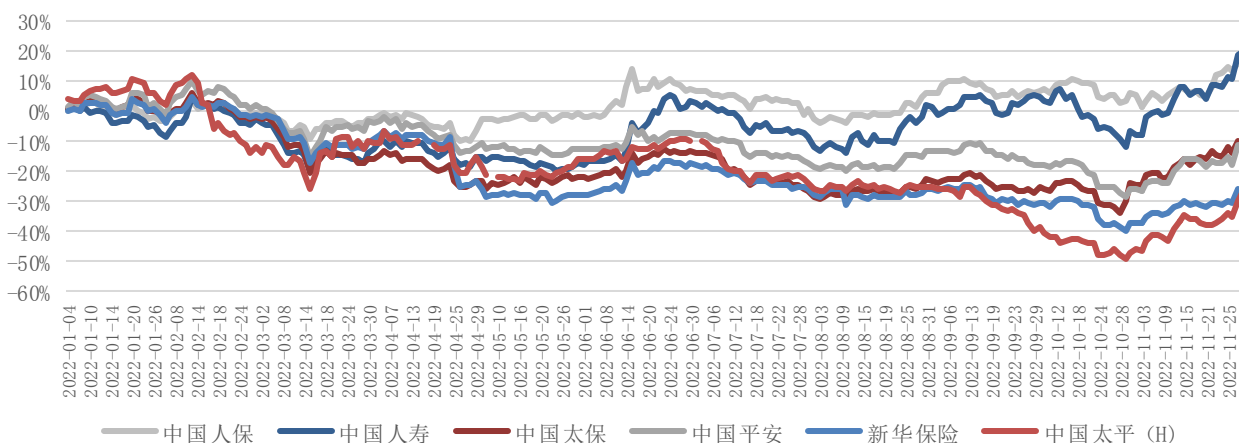
图1：截至 2022 年 11 月 30 日市场重点指数及保险行业走势情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

年内个股表现分化，中国人寿、中国人保涨幅排名靠前。得益于财产险收入稳定增长和综合成本率下降，中国人寿年内涨幅高于行业，截至 2022 年 11 月 30 日中国人寿年内上涨 15.32%；中国人寿由于负债端、投资端表现均优于同业，年内上涨 20.14%。其他上市险企中，中国太保、中国平安、新华保险、中国太平（港股）年内分别下跌 10.25%、10.83%、26.23%、25.98%。

图2：截至 2022 年 11 月 30 日主要上市险企涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 监管政策出台频率进一步提升，引导行业规范化发展

2022 年保险行业监管政策频繁出台，涉及规范保险公司经营规范、销售行为、理赔管理等多方面。同时，年内也多措并举促进行业可持续、健康发展。

偿二代二期工程于年初落地，对国内险企的经营和资本充足率等核心指标构成一定压力。监管机构通过完善利率风险的计量方法，细化投资端各类资产的计量准则，引导保险业回归保障本源、专注主业，增强服务实体经济能力，对偿二代监管规则进行了全面优化升级。偿二代二期工程落地后，上市险企偿付能力充足率，特别是核心偿付能力充足率较上期降幅较大，但仍显著高于监管要求；相较之下，部分相对激进的中小公司实施新规后偿付能力降幅较大。我们认为，偿二代二期工程的落地虽然短期对险企经营构成一定影响，但有助于规范险企经营行为，推动优胜劣汰，引导行业高质量发展。

表1：2022 年银保监会保险行业相关政策发布不完全统计

日期	监管文件
2022-02-21	银保监会发布《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》
2022-02-24	银保监会发布《农业保险承保理赔管理办法》
2022-02-25	银保监会发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》
2022-03-09	银保监会发布《保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1-7 号）》
2022-04-06	银保监会办公厅印发《关于 2022 年银行业保险业服务全面推进乡村振兴重点工作的通知》
2022-05-10	银保监会印发《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》
2022-05-12	据银保监会网站 5 月 12 日消息，党中央、国务院高度重视巨灾保险工作
2022-05-13	银保监会修订发布了《关于保险资金投资有关金融产品的通知》
2022-06-06	保监会发布《关于加强保险机构资金运用关联交易监管工作的通知》
2022-06-08	财政部、税务总局、银保监会发布《关于进一步明确商业健康保险个人所得税优惠政策适用保险产品范围的通知》
2022-06-24	证监会就《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》向社会公开征求意见
2022-07-19	银保监会起草了《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》
2022-08-02	银保监会就《人身保险产品信息披露管理办法（征求意见稿）》公开征求意见
2022-08-05	银保监会修订发布《保险资产管理公司管理规定》
2022-08-09	银保监会办公厅下发《关于开展银行保险机构侵害个人信息权益乱象专项整治工作的通知》
2022-09-30	银保监会向各地银保监局及保险公司下发《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》
2022-11-03	银保监会发布《关于进一步推动完善人身保险行业个人营销体制的意见(征求意见稿)》
2022-11-04	证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，自公布之日起施行
2022-11-22	银保监会发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》

资料来源：中国银保监会网站、iFinD，东兴证券研究所

年内个人养老金制度正式开闸启动，保险公司有望发挥专业优势抢占蓝海市场。个人养老金新政的落地对险企第三方资产管理业务构成直接利好，亦通过资本市场环境的预期改善利好投资端。同时，养老金新政或提升居民对险企的认知度和认同感，相较之下银保业务受银行渠道的宣传优势而优先受益，业务间协同规模也

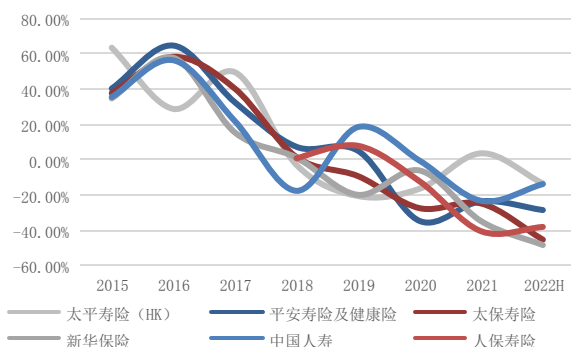
有望显著提升。我们认为，养老金新政落地适逢各险企 2023 年开门红筹备工作陆续展开，舆论宣传叠加险企的大力推动，开门红销售情况有望超预期。

我们预计，未来一段时期保险行业强监管仍将持续。行业监管趋严必将带来阵痛，但长远来看有助于引导行业高质量发展。对于险企业经营层面和业绩层面而言，监管政策仍是重要影响因素，需要持续重点关注。

3. 人身险：需求复苏仍待观察，银保渠道担当增长“主引擎”

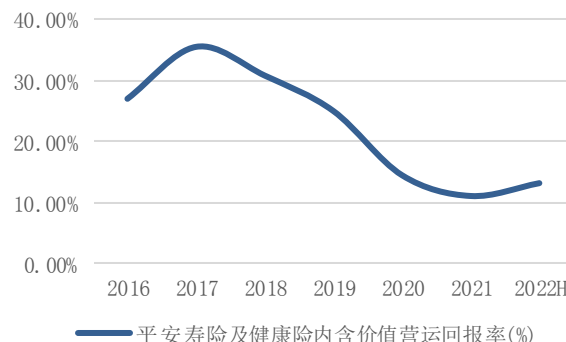
受宏观经济下行，居民可支配收入增速下滑造成的保险消费意愿下滑，疫情下代理人线下展业受阻，行业规模人力下降、增员困难及行业强监管的综合影响，寿险行业当前正处于深度调整期，各大险企纷纷推进业务转型，由产品到渠道多措并举，产品端呈现出由价值侧重向规模与价值并重改革的趋势，渠道端呈现代理人增员由高增向优增转型、大力发展银保渠道的趋势。同时着力布局康养产业，满足国内人口老龄化趋势带来的医疗、健康、养老需求，多措并举拓展业务增长点。

图3：2015-2022H上市险企NBV增速情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：2015-2022H中国平安ROEV情况

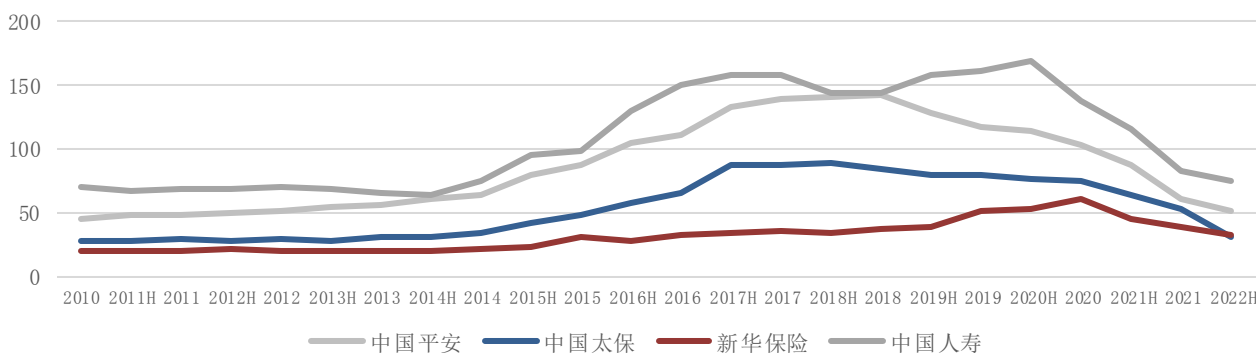


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

近年来，在宏观经济增速下滑和疫情的多重影响下，居民的高价值保障型保险产品消费意愿略有下降，同时疫情造成代理人线下展业活动受限，也导致以代理人渠道为主战场的高价值业务新单减少，保险产品在需求和供给两端增长乏力。而随着宏观经济修复、疫情影响边际减弱，高价值产品需求修复仍存在一定滞后性，迫使保险公司的产品策略由“重价值”向疫情初期的“重规模”再向当前及未来一段时间的“规模与价值并重”转变。因此，上市险企的寿险新业务价值增速均有不同程度放缓或下降，内含价值回报率波动向下。我们判断，随着需求缓慢恢复，叠加代理人逐步实现“量质双增”，明年新业务价值降幅或将持续收窄，但需求恢复程度仍受宏观经济及疫情影响，板块投资周期拉长是大概率事件。

代理人由高增走向优增。伴随着保险行业的发展，“人海战术”的传统销售模式难以为继，上市险企纷纷加快代理人渠道改革，淘汰低产能人力，提升队伍质态，实现渠道高质量发展。同时严把入口关，提升新人的招聘门槛，进而从招募、培养、考核、赋能等多个角度，多措并举提升代理人效能，打造优质队伍。在渠道新发展战略引导下，行业代理人规模短期内降幅较快，但绩优人力队伍保持相对稳定、人均产能提升。我们预计，随着代理人渠道改革继续推进，国内寿险公司将以更优质高产的人力队伍应对市场需求变革和外资险企的冲击。

图5：2010-2022HA 股上市人身险公司个险营销代理人数量（单位：万人）



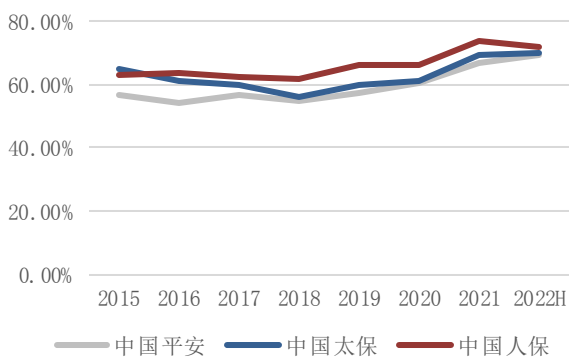
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

银保渠道成为险企核心增长动能。随着代理人渠道增长乏力，部分险企逐步开拓新渠道，特别是在资管新规实施后银行理财产品打破刚兑、开展净值化转型的情况下，保险产品中的年金险和万能险产品作为理财型产品，需求快速提升，其主力销售渠道——银保渠道成为险企发力的重点渠道。同时，对银行而言银保产品亦能拓宽其业务范围，增加中收和获客，银行有动力利用其庞大的营销网络进行保险产品宣传，助力保险销售。此外，借养老险新政落地这样一个难得的发展机遇，媒体和渠道宣传力度持续加大，险企有望和银行在产品打包销售方面进一步加强协同。配合开门红的全力推动，银保渠道收入增速有望再上一个台阶。**综上，银保渠道已逐步成为寿险发展新动能，特别是与大型银行有深度合作的保险公司有望令银保渠道改革更加深入，保费贡献增长更为显著。**

4. 财产险：头部险企竞争优势突出，多元化变革仍是长久之计

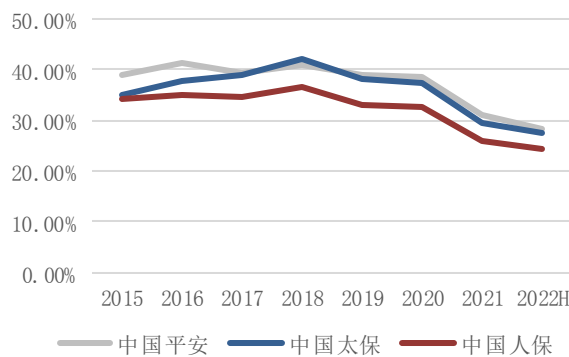
当前产险公司的核心竞争力主要体现在成本控制和业务结构上。成本控制方面，自2020年9月正式启动以来，我国车险综改实施已满两年，综改影响边际减弱，产险行业赔付率抬升、费用率下降的幅度已逐步收窄，综合成本率规模及结构已进入“新常态”，大型险企仍握有规模效应下的定价及渠道优势，成本控制能力较强，盈利空间较为广阔。

图6：2016-2022HA 股上市产险公司赔付率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

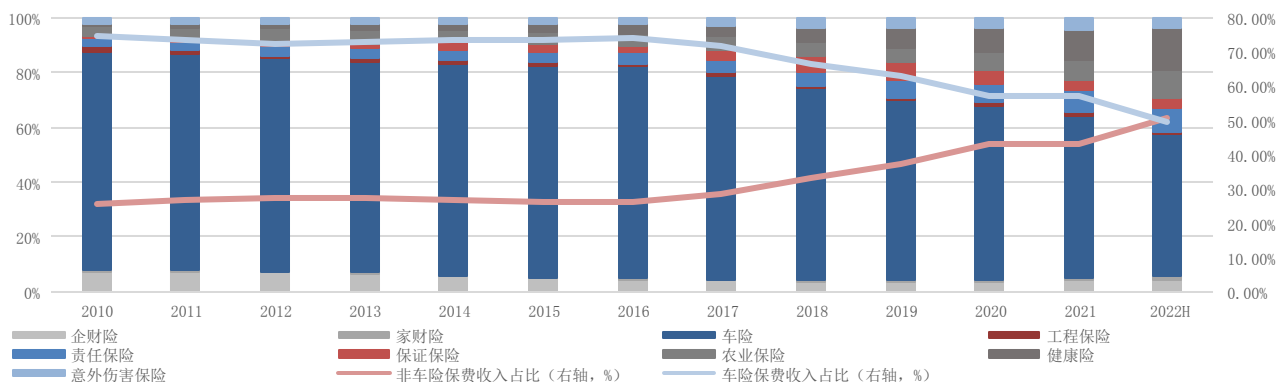
图7：2015-2022HA 股上市产险公司费用率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

综改影响边际减弱，叠加疫情多点散发降低出行频次而产生的赔付支出减少，2022年上半年A股主要财产险公司赔付率实现优化，平安财险、太保财险和人保财险赔付率分别为69.10%、69.70%和71.60%；同时，在综改的优化下渠道端恶性竞争得到改善，高成本压力下中小险企退出竞争也使得车险行业格局更加清晰，上半年平安财险、太保财险和人保财险的费用率分别为28.20%、27.50%和24.40%。

图8：2010-2022H 财产保险公司分险种保费收入及车、非车保险占比情况（单位：亿元）



资料来源：中国银保监会，东兴证券研究所

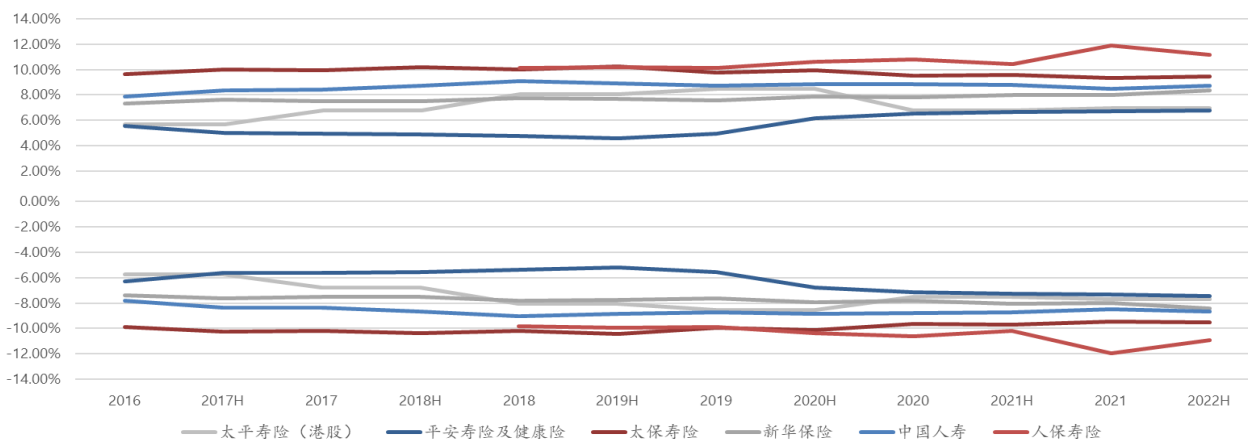
业务结构方面，在我国汽车保有量增速放缓压降车险市场增长空间的大趋势下，财产险的多元化发展是长期趋势。根据中国银保监会数据，2022年上半年行业车险保费收入为3976.34亿元，占财产险总保费收入的49.50%，首次低于50%，非车险占比逐年提升。多元化产品策略将为产险公司打开新的业务空间，同时在有效的定价策略和成本控制下，商业性农险、意外险、短期健康险等政策支持、需求旺盛、综合成本率趋于稳定的非车险险种有望持续加大贡献。

总的来说，当前财产险行业竞争格局逐步优化，龙头公司竞争优势突出、市占率逐步提升。在政策引导下，产险行业实现渠道端竞争优化，大型险企仍握有规模效应下的定价及渠道优势，成本控制能力较强；大型险企的业务结构更为多元，对于新兴险种，如新能源车险，大型险企也可以利用自身规模优势掌握市场定价权，实现在新产品市场竞争中的量价齐升。

5. 投资端：或成业绩胜负手，行业β属性不断增强

在保险主业面临增长困境的背景下，投资收益已经成为保险公司寻求盈利增速的新动能，因此险企在资产配置策略中逐步提升股权、债权类资产配置比例以追求更高的投资收益。伴随着配置比例的提升，在精算假设中，利差损、益对内含价值的影响程度逐步提升，投资行业β属性不断增强。根据6家上市险企（5家A股+1家港股）2016-2022H的寿险精算假设数据，投资收益率假设增加或减少50基点对寿险内含价值数额的影响呈扩大趋势，其中太平寿险、平安寿险及健康险、新华保险、人保寿险的变动浮动较基期（2016年，人保寿险为2018年）变动幅度超1%。

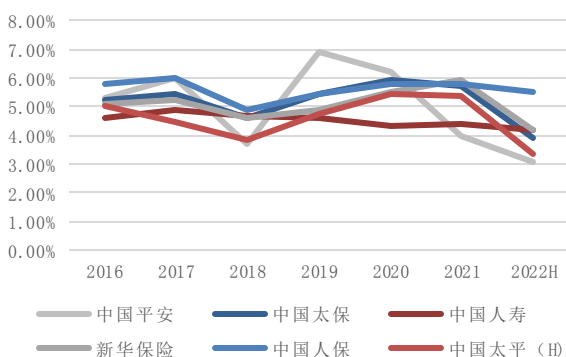
图9：2016-2022H 投资收益率假设变动对寿险公司内含价值的影响



注：其中太平寿险、平安寿险及健康险数据包含风险贴现率变动情况
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

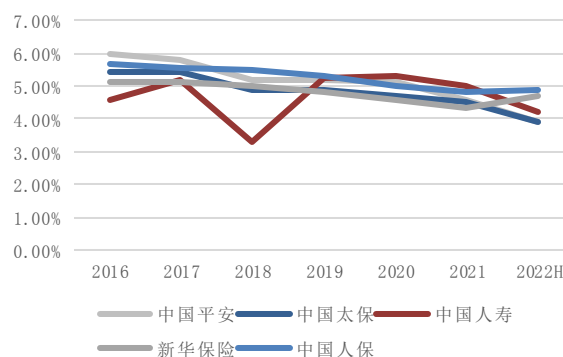
2022 年，受国内利率长期下行、房地产投资风险加大及权益市场波动影响，保险公司投资端业绩承压。截至中报数据，六大上市险企投资端表现均有所下滑，中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险、中国人保、中国太平（H）的总投资收益率分别为 3.10%、3.90%、4.15%、4.20%、5.50%、3.35%，分别较上年同期下降了 0.40、1.10、0.18、2.30、1.20、2.96 个百分点。

图10：2016-2022H 上市险企总投资收益率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

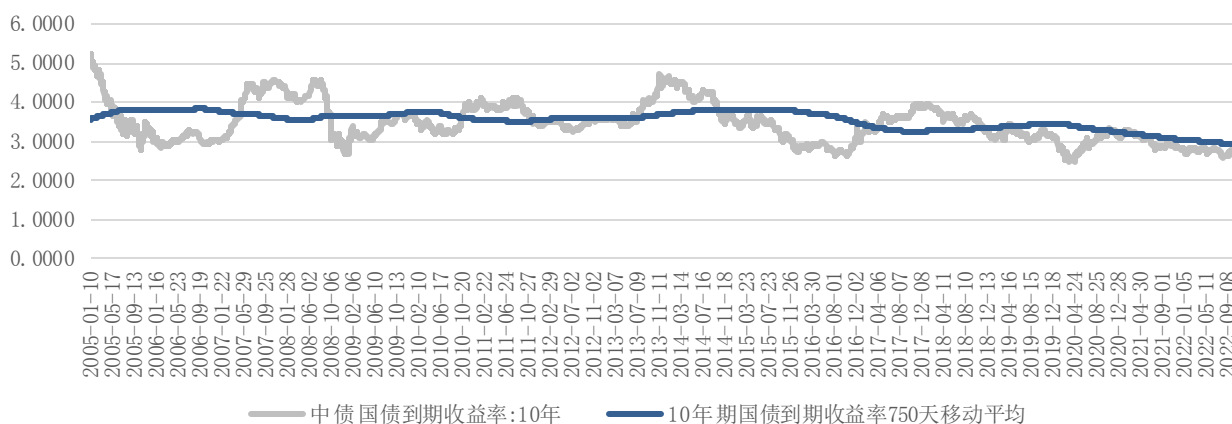
图11：2016-2022H 上市险企净投资收益率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，未来一段时期随着国内权益市场边际改善，且在政策呵护下房地产投资风险也有望缓慢释放，叠加各类稳增长、减税降费政策的持续出台，配合险企自身资产配置结构的不断优化和风控能力的有效提升，险企投资端有望延续边际改善态势。

图12：10年期国债收益率 750 天移动平均（单位：%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

6. 推荐标的——中国平安、中国太保

6.1 中国平安：房地产风险持续释放，投资端逐步走出低谷

通过近三年渠道改革，公司代理人队伍素质和产能得到有效提升，核心代理人队伍不断壮大，仍有望在与友邦和国内同业的竞争中处于较为有利的地位。同时，依托平安银行优质客户资源和集团内高效协同，公司有望在银保这一高增长赛道中占据优势地位，构建负债端第二增长极。此外，在金融科技高效赋能和康养产业链的政策支持下，公司核心优势有望得到长期充分发挥。当前最为重要的边际变化即为持续性多层面大力度的房地产利好政策落地将极大的改善公司前期投资的房地产项目回款预期和收益保障情况，对公司整体业绩和估值构成直接提振。整体上看，我们仍看好公司作为国内保险集团龙头，在行业马太效应下的长期投资价值。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1002.30 亿元、1126.19 亿元和 1306.43 亿元，维持“推荐”评级。当前公司股价仅 0.55x22EVPS，处于低估区域，具备中长期投资价值。

表2：中国平安盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	12183.15	11804.44	11722.89	12389.40	13208.86
增长率（%）	4.23%	-3.11%	-0.69%	5.69%	6.61%
归母净利润（亿元）	1430.99	1016.18	1002.30	1126.19	1306.43
增长率（%）	-4.22%	-28.99%	-1.37%	12.36%	16.00%
净资产收益率（%）	18.77%	12.51%	11.87%	12.46%	13.61%
每股收益(元)	8.10	5.77	5.48	6.16	7.15
PE	5.69	8.01	8.12	7.22	6.23
PB	1.07	1.00	0.93	0.87	0.82

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6.2 中国太保——多核心指标触底回升，负债端复苏信号显现

公司近年来持续面临保费增速下滑和价值增长失速的难题，上半年的上海疫情进一步增加了渠道改革的难度。但随着疫情的缓和，寿险“长航行动”的成效正在加速显现，代理人渠道和银保渠道“双拳出击”，三季度多项负债端核心指标筑底回升并有望延续。此外，公司通过打造康养产业链，构建健康产业生态圈的发展范式，有望在商业养老险大发展时代为公司提供业绩增长新“引擎”。总的来看，上述举措均有望为公司持续发展提供动力，我们仍看好公司长期前景。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 248.08 亿元、281.05 亿元和 327.37 亿元，维持“推荐”评级。当前公司估值仅 0.44x22EVPS，具备很高的中长期投资价值。

表3：中国太保盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	4221.82	4406.43	4546.00	4974.49	5581.07
增长率（%）	9.52%	4.37%	3.17%	9.43%	12.19%
归母净利润（亿元）	245.84	268.34	248.08	281.05	327.37
增长率（%）	-11.38%	9.15%	-7.55%	13.29%	16.48%
净资产收益率（%）	12.60%	12.20%	10.67%	11.70%	13.22%
每股收益(元)	2.63	2.79	2.58	2.92	3.40
PE	8.60	7.88	8.53	7.53	6.46
PB	0.98	0.93	0.89	0.87	0.84

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

7. 风险提示

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：养老金新政正式落地，利好资本市场和非银板块	2022-11-07
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：科创板做市交易启动，有望为资本市场注入活力	2022-10-31
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：资本市场利好频出，两融标的再获扩容	2022-10-24
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：二十大期间资本市场更多利好举措落地值得期待	2022-10-18
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：负债端边际改善&地产投资风险缓释助力保险板块估值修复	2022-10-10
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：深度回调后证券板块估值已至低位，中长期配置价值凸显	2022-09-26
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：产险增长韧性十足，保险板块估值修复有望延续	2022-09-19
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：负债端改革成效显现&利率趋势变化望助力保险板块估值修复	2022-09-12
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：权益投资重要性凸显，行业中期业绩分化	2022-09-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：自有资金投资类业务表现再度成为证券板块中期业绩胜负手	2022-08-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，七年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

高鑫

经济学硕士，2019 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：010-66554008

传真：021-25102881

传真：0755-23824526