

钗于奁内待时飞 ——东吴证券2023年保险行业策略报告

2023年1月5日

证券分析师：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

《红楼梦》有言“玉在椟中求善价，钗于奁内待时飞”，玉和钗本是珍贵之物，一个存于盒内，一个置于奁内，美好之物未被发现。近年来保险行业受新冠疫情影响长期下行，各险企毅然决然走上改革发展之路。随着疫后完全放开不断深化，金融支持地产政策的渐次落地，虽然寿险负债端拐点未出现实质性信号，但机遇正在酝酿。我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有变，人身险市场长期空间依旧广阔。2023年人身险市场运行有望总体回升，优化疫情防控措施、宏观政策叠加发力、头部险企转型成效渐显，将给寿险转型复苏发展带来重大积极影响；基数效应也将对2023年人身险市场恢复数据形成一定支撑看好。看好寿险板块作为疫情防控和经济复苏的正向期权双重属性，极低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。

- **资产端底部反转是短期估值修复的核心。**地产纾困政策渐次落地，政策导向彻底扭转，保市场主体的思路彻底明确。随着经济修复的预期升温，叠加宽信用效果逐步显现，长端利率与权益市场有望迎来共振向上催化。当前股价已price in极度悲观长期利率假设。对应2022年末，隐含的长端利率水平由高至低分别为国寿（4.0%）、平安（2.1%）、新华（1.2%）、太保（1.1%），已远低于合理预期。长端利率是本轮寿险反弹的胜负手。
- **寿险曙光初破晓。**虽然寿险负债端拐点未出现实质性信号，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，虽然上市险企队伍数量仍在探底，但降幅明显逐季收窄且产能持续复苏，“老人”成为新单和价值的主要贡献。从需求侧来看，储蓄型业务销售回暖得益于低利率环境下，安全性、收益性和流动性的综合优势显现。竞品收益率逐步下滑叠加居民存款意愿不断提升，我们预计2023年上市险企新单和价值有望迎来个位数正增长的修复。
- **长痛不如短痛，短期放开对部分寿险公司的负债端压力较大，但信心正在逐渐恢复。**一方面，部分代理人处于感染病程中，再无精力维护和开拓业务；另一方面，从客户自身角度，也处于感染的焦虑状态抑或是极力避开第一波感染高峰期，无暇顾及投保事宜。随着感染人群陆续进入康复新阶段，在相对确定的前景影响之下，人们的信心正在逐渐恢复。从保险公司全年营销活动节奏来看，重要业务时点包括：年初开门红——四五联动——年中冲刺——七八扩军——九十双飞——备战来年开门红。我们预计不排除各险企会拉长2023年开门红战线至一季度末，下半年业务增速有望迎来拐点。
- **投资建议：寿险股隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，极低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。**我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。随着疫情防控情势不断修复向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效。推荐中国平安、中国太保和中国人寿
- **风险提示：疫情扩散超市场预期；宏观经济复苏低于预期；寿险业转型持续低于预期**



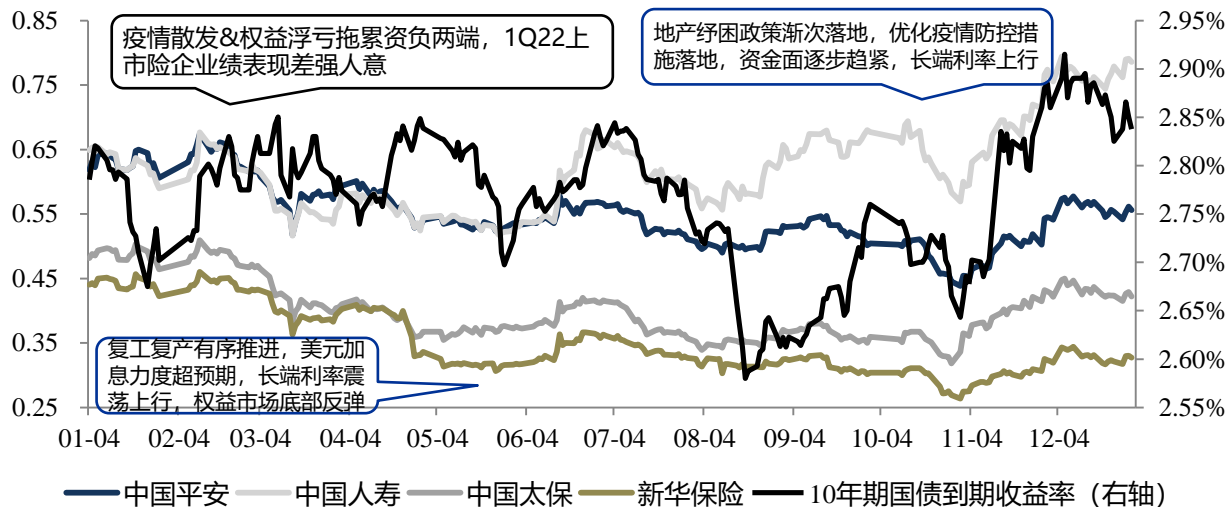
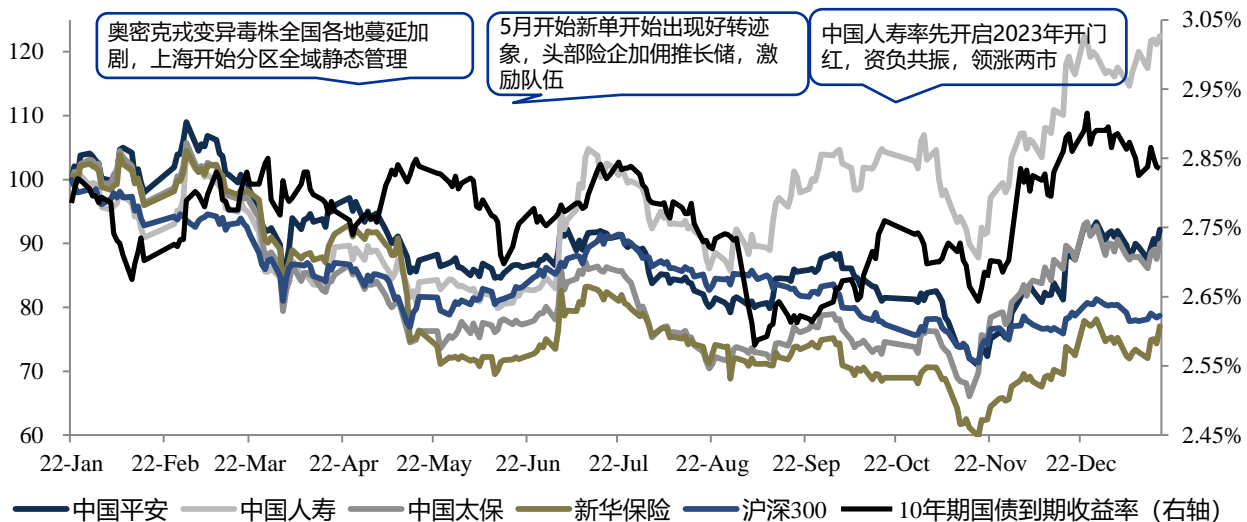
- **第一章：2022年回顾：疫情持续交织影响**
- **第二章：资产端底部反转是短期估值修复的核心**
- **第三章：寿险曙光初破晓**
- **投资建议：推荐中国平安、中国太保和中国人寿**

第一章：2022年回顾：疫情持续交织影响

2022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，随着疫情防控情势向好及地产政策转向，11月以来权益市场企稳向上，叠加资金面趋紧拉升长端利率水平，年末寿险板块展现强劲的相对与绝对收益水平。
- 2022年主要保险股全部跑赢沪深300指数，新华保险因净利润大幅下降（前三季度归母净利润同比下降56.6%）拖累股价表现，跑输大盘。

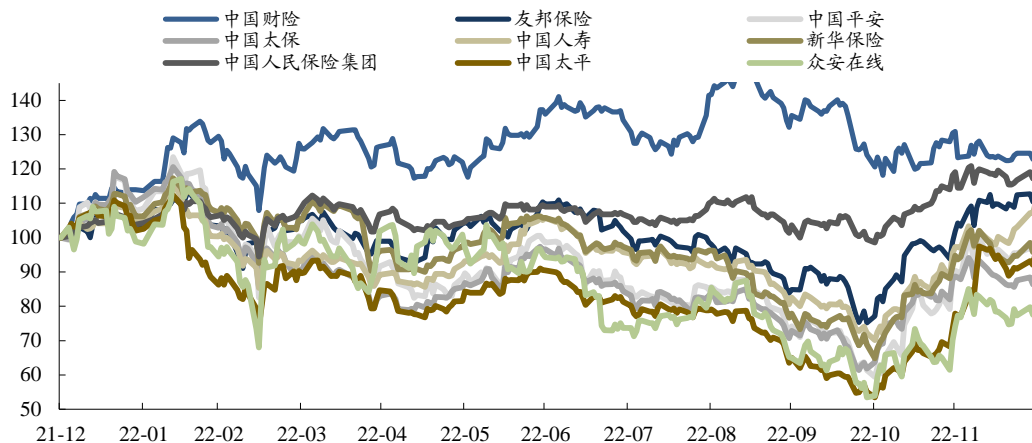
2022年A股保险股走势复盘



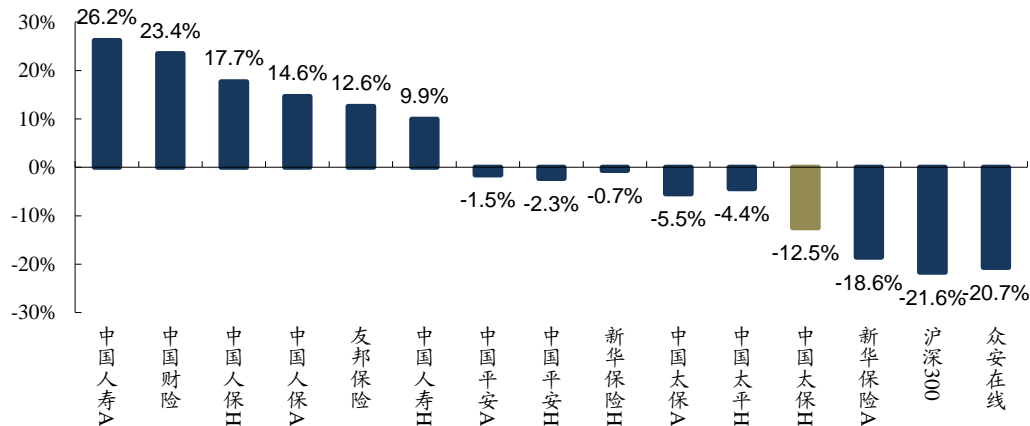
2022走势回顾：保险相对收益显现

- 2022年，A股中国人寿和中国人保跑赢板块和沪深300指数（-21.6%）。H股中国财险和中国人保分别逆势上涨23.4%和17.7%，显著跑赢大盘。
- 寿险股9月末触及年内低点后，出现快速修复性上涨，港股弹性强于A股。中国财险相对收益4Q22明显收窄。得益于3Q22相对强劲的新业务价值表现和中国内地与香港复关预期，友邦保险4Q22迎来估值与业绩共振。

2022 H股保险股走势复盘



2022年A股和H股保险股累计涨跌幅一览，板块相对收益显现

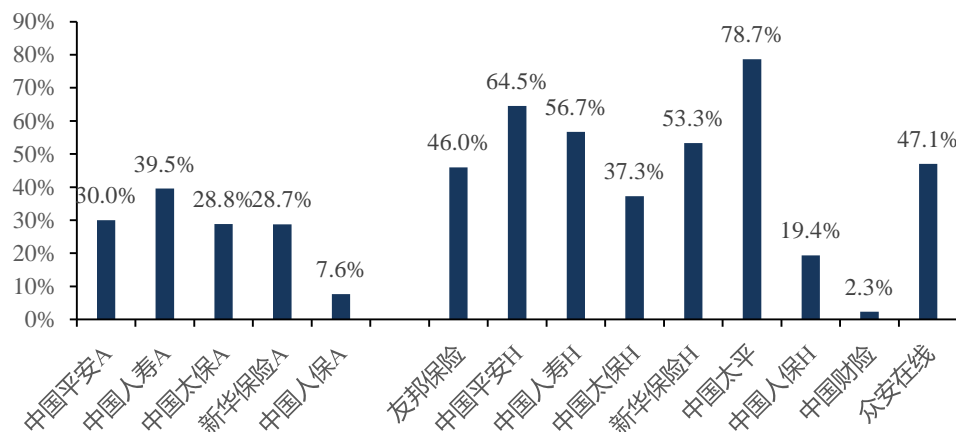


2022走势回顾：保险板块领涨岁末金融股反攻号角

2022年11月至12月保险股领涨金融板块

公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅
ST熊猫	49.3%	中油资本	23.8%
中国人寿	39.5%	中粮资本	21.4%
招商银行	38.9%	香溢融通	20.9%
宁波银行	36.6%	国联证券	20.3%
经纬纺机	30.1%	邮储银行	19.1%
中国平安	30.0%	湘财股份	18.1%
中国太保	28.8%	ST海投	18.1%
新华保险	28.7%	兴业银行	17.0%
平安银行	27.3%	中信证券	15.7%
东方财富	24.3%	拉卡拉	15.3%

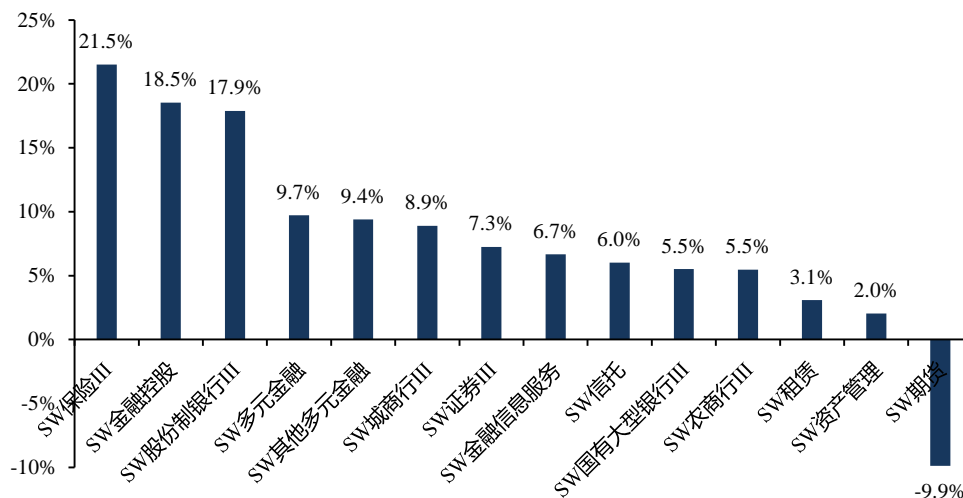
2022年11月至12月保险股AH涨跌幅对比



非银金融股（中信）与汇率关系图



保险领涨金融板块



22年业绩前瞻：财险利润延续高增，寿险价值继续磨底

- 我们预计2022年A股上市险企合计实现归母净利润1909.51亿元，同比下降12%，其中对应4Q22归母净利润增速为13%，得益于股市企稳改善利润以及同期业绩基数较低。
- 寿险：4Q22疫情防控形势变化较大，居民社交距离重回低位，以重疾险为代表的价值型业务受供需两弱持续影响，价值增长承压，我们预计2022年累计NBV增速为中国人寿（-17%）、平安寿险及健康险（-19%）、太保寿险（-32%）和新华保险（-50%）。
- 财险：车险出险率继续处于历史低位，虽然全年车险保费增速前高后低，但整体承保利润表现逐季改善趋势延续。我们预计龙头中国人保全年归母净利润增速达14%，显著优于同业。

2022年上市险企业绩前瞻

单位：百万元	归母净利润		归母净利润同比		营业收入		营业收入同比	
公司名称	4Q22E	2022E	4Q22E	2022E	4Q22E	2022E	4Q22E	2022E
中国平安	22,506	99,166	13%	-3%	262,024	1,132,226	-5%	-4%
中国人寿	2,796	33,978	11%	-34%	133,410	834,422	2%	-3%
中国太保	4,747	24,964	15%	-7%	94,194	454,614	5%	3%
新华保险	3,044	8,242	5%	-44%	37,624	208,802	-2%	-6%
中国人保	1,346	24,602	45%	14%	159,479	640,954	10%	7%
合计值	34,438	190,951	13%	-12%	686,732	3,271,019	1%	-1%

第二章：资产端底部反转预期是当下估值修复的核心

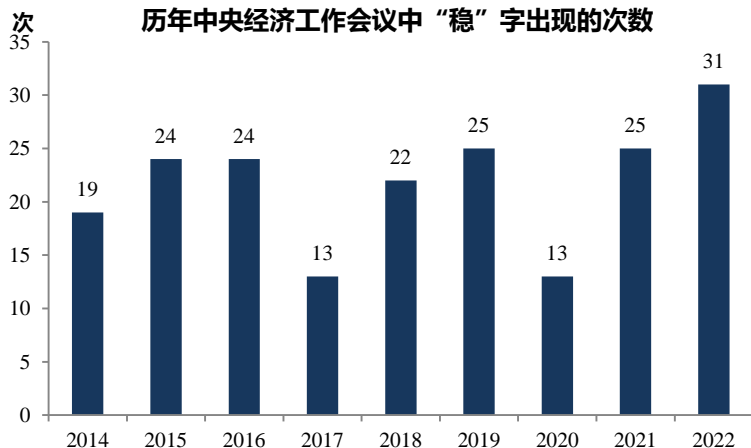
➤ 稳增长托底信心，促内需迎接拐点，决战2023关键年！

- 2023年是个特殊的年份——“贯彻落实党的二十大精神开局之年，全面建设社会主义现代化国家谋篇首年、实施“十四五”规划的关键年、统筹疫情防控和经济社会发展重要年”等多个时间点叠加。
- 对于保险行业而言，2023年无疑也是相当关键的一年，2019年后人身险行业步入下行期，2020年后疫情持续蔓延进一步拖累，2023年是真正检验市场供需变革和转型决胜的一年。人身险行业能否尽快走出低谷，关键就看这一年。
- 银保监会贯彻措施中明确提及“**有序推进优化保险资金运用**”，具体下一步措施提及“稳步增加长期政府债券投资，加大对高等级公司信用类债券的研究与投资；创设长期限优质资产；加大优质上市公司股票投资等”，解决长久期资产荒仍是行业共同重点课题。

2021年以来，稳经济的重要性继续上升

银保监会学习贯彻中央经济工作会议精神 积极研究金融服务实体经济有关政策措施

历年中央经济工作会议中“稳”字出现的次数



为恢复和
扩大消费
营造良好
金融环境

着力保障
重点领域
信贷资金
需求

全力支持
房地产市场
平稳发展

继续强化
民营小微
企业金融
服务

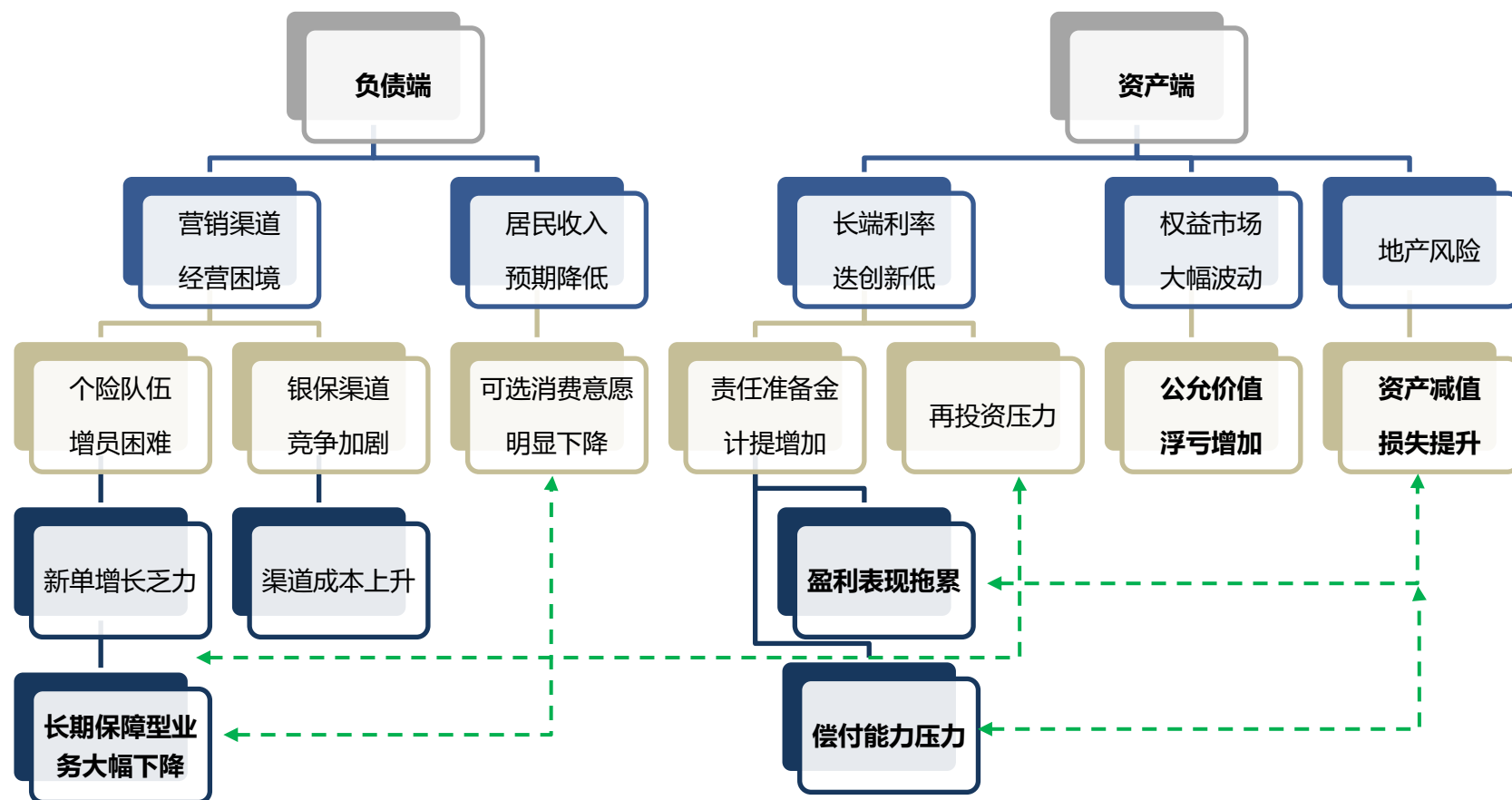
有序推进
优化保险
资金运用

引导银行
理财业务
持续健康
运行

持续强化
金融消费
者合法权
益保护

- 疫情对于寿险业的影响深远而复杂，深远反映影响的程度，而复杂则反映各项因素相互交织、内生共振从而将影响进一步放大

疫情对资产负债两端的影响复杂而深远



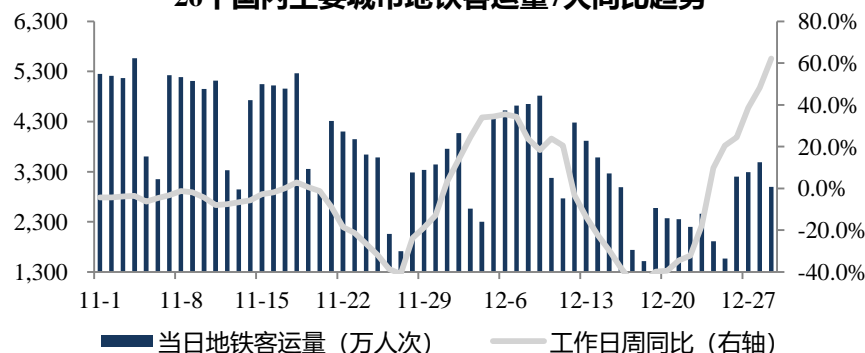
➤ 疫情防控形势向好迹象利好寿险行业资产负债两端逐步回暖

- 资产端体现在经济复苏预期向好所引致的权益市场及长端利率表现企稳，而负债端则是通过渠道、新单、价值和需求复苏综合回暖影响。短期资产端弹性强于负债端，保险作为可选消费预计业绩复苏需要2季度左右时滞等待。
- 核心城市地铁客流数据体现出放开初期，社会经济活动活力或呈现先降后升态势。

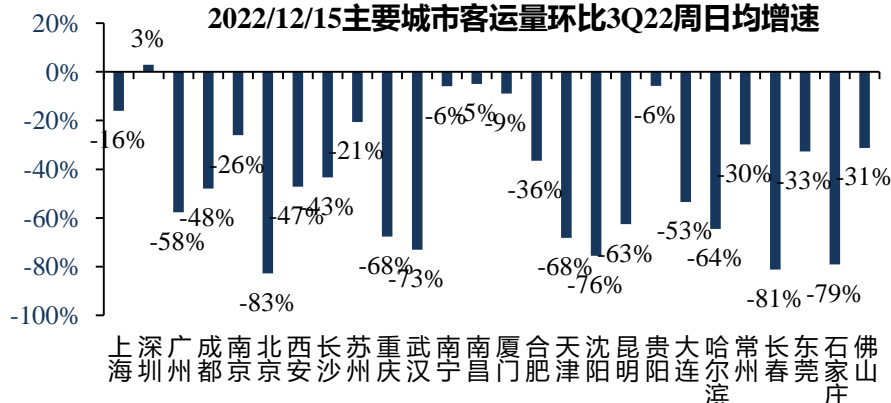
疫情防控形势出现向好迹象

时间	主要内容	影响分析
2022年11月11日	疫情防控二十条	1.对密切接触者，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。2.不再判定密接的密接。3.将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。4.将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。
2022年11月30日	北京优化核酸检测要求 广州落实国务院20条解除临时管控区 国务院副总理孙春兰30日在国家卫生健康委召开座谈会	自11月30日起，对全市长期居家老人、居家办公和学习人员、婴幼儿等无社会面活动的人员，如果无外出需求，可以不参加社区核酸筛查 广州各个行政区发布通告，即时解除各临时管控区的管控措施。该等区域转而按低风险区实施管理。 提出随着奥密克戎病毒致病性的减弱、疫苗接种的普及、防控经验的积累，我国疫情防控面临新形势新任务。指出防控工作稳中求进，防控政策持续优化，走小步不停步。强调落实好“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。
2022年12月7日	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	1.科学精准划分风险区域。2.进一步优化核酸检测。3.优化调整隔离方式。4.落实高风险区“快封快解”。5.保障群众基本购药需求。6.加快推进老年人新冠病毒疫苗接种。

26个国内主要城市地铁客运量7天同比趋势



2022/12/15主要城市客运量环比3Q22周日均增速



地产政策风险对板块估值压制因素出现边际松动

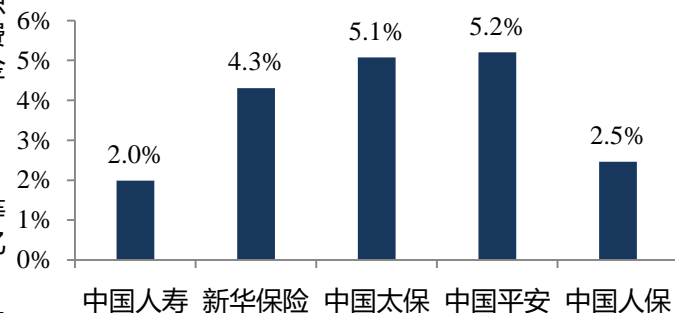
➤ 地产政策风险是悬在板块估值之上的达摩克利斯之剑，险企所持地产风险敞口和地产行业政策风向成为投资者关注要点

- 二十大后，地产纾困政策渐次落地，力度持续加大，房地产风险有稳妥化解趋势。
- 中国平安涉房投资余额占比略高于同业。截止2022年中报，平安险资不动产投资规模占比5.2%，余额2,228.33亿元。平安银行承担信用风险的涉房实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险余额合计3,414亿元，占比较年初下滑0.5个百分点至3.3%。

近期地产相关政策环境变化

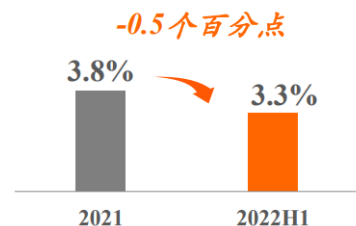
时间	相关政策	主要内容梳理及影响分析
2022年11月11日	央行金融支持房地产“16条”	保持房地产融资平稳有序，积极做好“保交楼”金融服务，积极配合做好受困房地产企业风险处置，依法保障住房金融消费者合法权益，阶段性调整部分金融管理政策，加大住房租赁金融支持力度
2022年11月8日	交易商协会工作动态	继续推进扩大民营企业债券融资支持工具
2022年11月23日	多家大行宣布与数家房企达成战略合作，新增授信规模数千亿元	交通银行、农业银行、中国银行、工商银行、邮政储蓄银行等多家大行宣布与数家房企达成战略合作，新增授信规模数千亿元
2022年9月末	监管窗口指导各地分行加大对房地产融资的支持力度	具体指标是要求每家大行年内对房地产融资至少再增加1000亿元，融资形式包括房地产开发贷款、居民按揭贷款以及投资房地产开发商的债券
2022年11月28日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，支持房地产企业股权融资。包括：1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策；4) 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5) 积极发挥私募股权投资基金作用
2022年12月16日	中央经济工作会议	会议指出：1) 要支持住房改善；2) 要确保房地产市场平稳发展，扎实做好“保交楼、保民生、保稳定”各项工作，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况；3) 坚决依法打击违法犯罪行为，支持刚性和改善性住房需求，要坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡

中国平安涉房投资占比高于同业（截止1H22）



平安银行涉房投资余额占比变化（截止1H22）

房地产开发贷余额占本行发放贷款和垫款本金总额



地产政策风险对板块估值压制因素出现边际松动

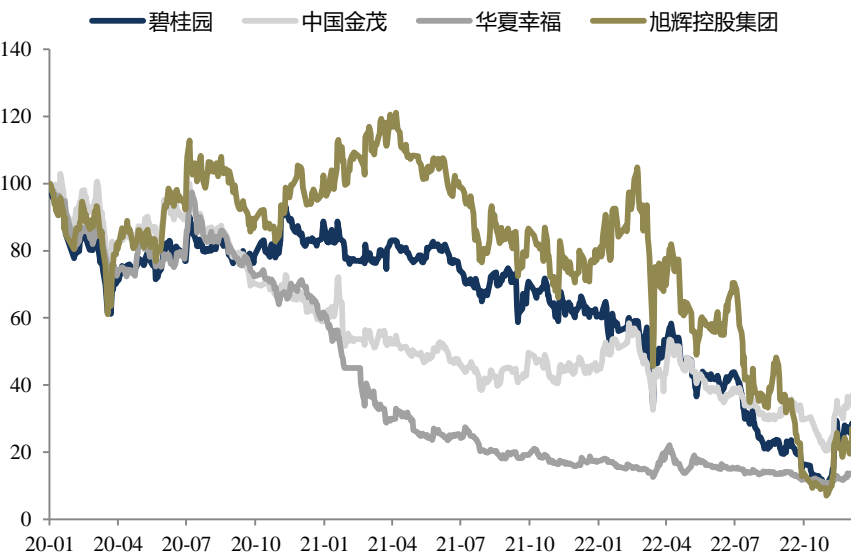
➤ 当前地产政策的边际放松对中国平安估值提振将显著高于同业

- 平安地产风险敞口主要以头部民营企业为主，碧桂园、旭辉控股、华夏幸福等边际均出现明显改善预期。
- 2022年末碧桂园、华夏幸福等个股均呈现了强有力的触底反弹。

中国平安（集团）持有部分地产权益梳理（单位：百万元人民币）

平安持仓相关地产个股股价持续低迷，近期触底反弹势头强劲

	持股比例	计量	期末账面价值	期末公允价值	账面浮亏	历史持仓浮亏
碧桂园	7.99%	公允价值	5,267	5,267	-	-382
中国金茂	14.02%	长股投	7,284	2,801	-4,483	-5,594
华夏幸福置业	25.02%	长股投	3,154	2,458	-696	-13,911
上海怡滨置业	41.80%	长股投	13,345	-	-	-
旭辉控股（集团）	7.91%	长股投	3,233	809	-2,424	-
广州璟仑房地产开发有限公司	39.92%	长股投	3,233	-	-	-
北京昭泰房地产开发	24.95%	长股投	1,632	-	-	-
武汉市地安君泰房地产开发	49.80%	长股投	482	-	-	-
合计值			37,630		-7,602	-19,887



长端利率是本轮寿险反弹的胜负手

- 资产端底部反转预期是当下估值修复的核心。长端利率中枢下移拖累再投资收益率水平，且这一担忧不是个体的、局部的，而是一致预期。
- 不过，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（4.5%）、平安（2.4%）、太保（1.4%）、新华（0.9%）。
 - 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（4.0%）、平安（2.1%）、新华（1.2%）、太保（1.1%）。

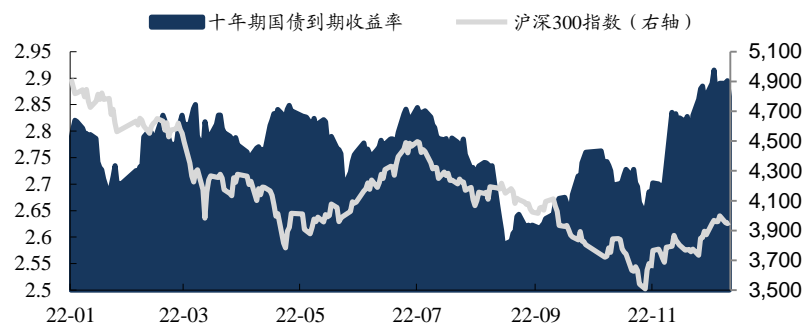
上市险企隐含的投资收益率假设水平（单位：百万元）

静态2021年末	总市值	集团经调整 后净资产	隐含的有 效业务价值	静态有效业 务价值	静态集团EV	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	859,171	323,274	535,897	1,054,679	1,377,953	-37.6%	-	-7.2%	2.4%
中国人寿	1,049,186	617,112	432,074	525,699	1,142,811	-17.8%	-18.7%	-	4.5%
中国太保	235,891	266,683	-30,792	207,748	474,431	-114.8%	-16.0%	-	1.4%
新华保险	93,836	155,519	-61,683	95,247	250,766	-164.8%	-20.2%	-	0.9%
动态2022年末	总市值	集团经调整 后净资产	隐含的有 效业务价值	动态有效业 务价值	动态集团EV	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	859,171	947,587	-88,416	517,309	1,464,896	-41.3%	-	-7.2%	2.1%
中国人寿	1,049,186	615,005	434,181	675,690	1,290,695	-35.7%	-18.7%	-	4.0%
中国太保	235,891	296,222	-60,332	231,637	527,860	-126.0%	-16.0%	-	1.1%
新华保险	93,836	154,333	-60,497	109,704	264,037	-155.1%	-20.2%	-	1.2%

“被动去库存” 复苏阶段长端利率迎拐点，托底估值

- 东吴固收组预计，由于利率刚性而带来的时滞，短期内债券收益率仍将处于较低水平区间，上行拐点或出现于1Q23末至2Q23初间，经济呈现“弱复苏”状态。
 - 在经济恢复的中性情形下，由于消费需求恢复的缓步性，库存周期转向“被动去库存”阶段的时间或将延后，则债券收益率的上行拐点将出现于2023年中。
 - 在经济恢复的悲观情形下，2023年的贷款需求依然较弱，“资产荒”的逻辑将继续演绎，则债券收益率不会出现明显的上行拐点。

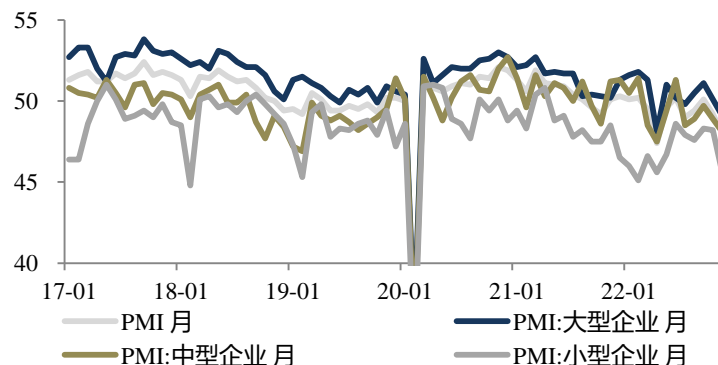
2022年权益市场先下后上，长端利率区间震荡



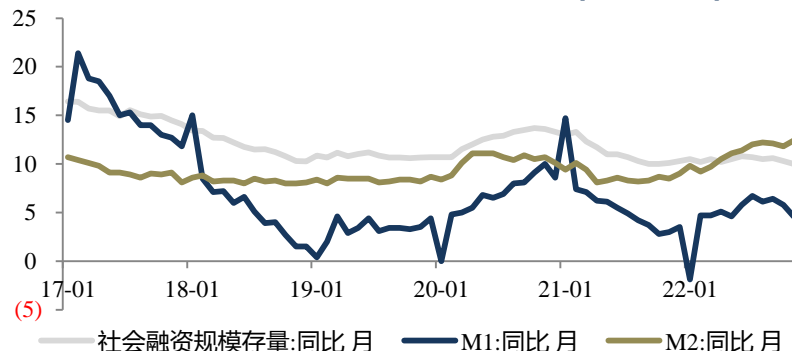
年末资金面有收紧的迹象 (单位: %)



PMI指标下行压力较大



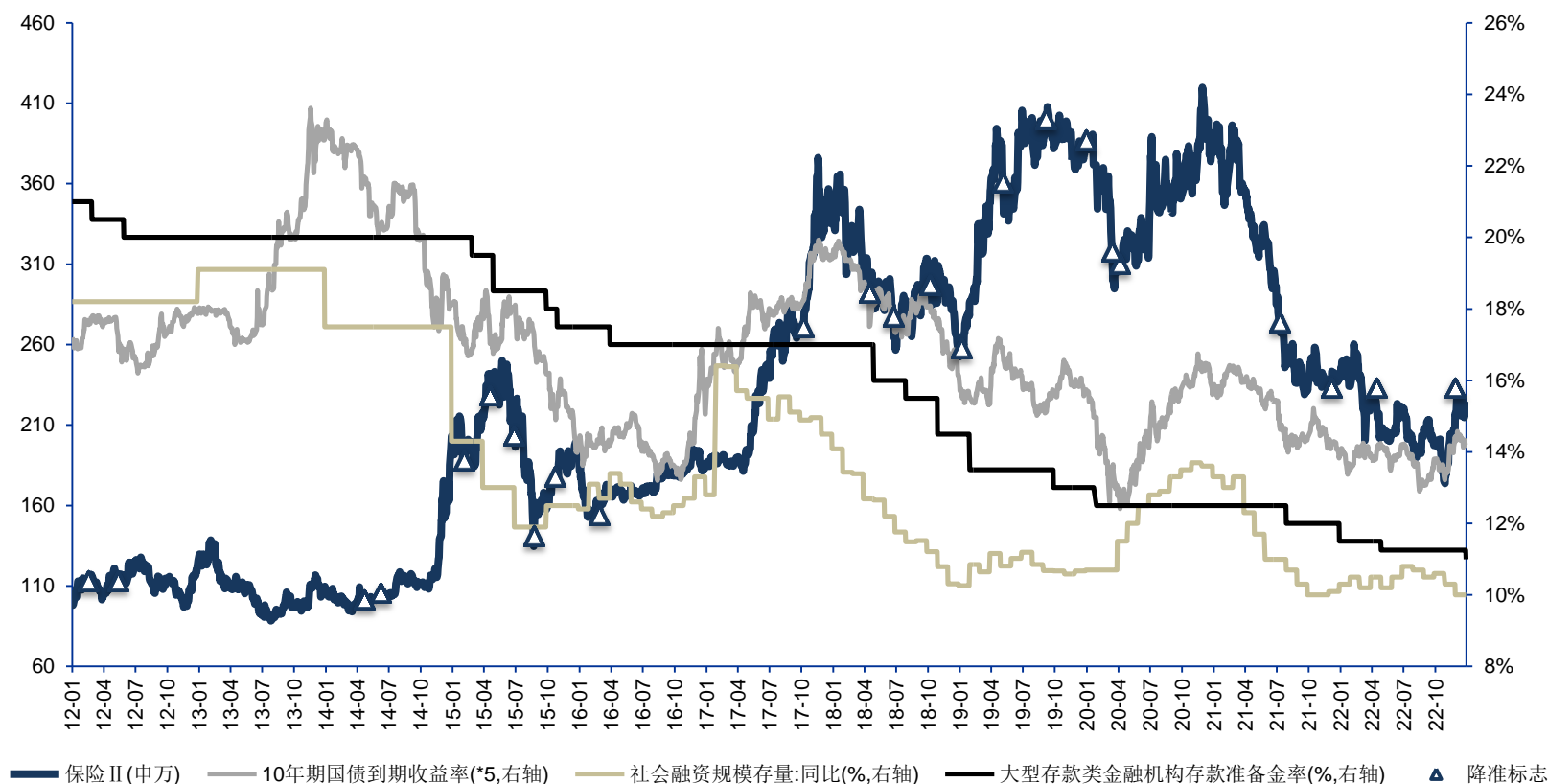
预计2023年宽信用将延续发力 (单位: %)



关注社融增速企稳对保险股估值的拉动作用

- 2023年政策稳增长决心跃然纸上，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。

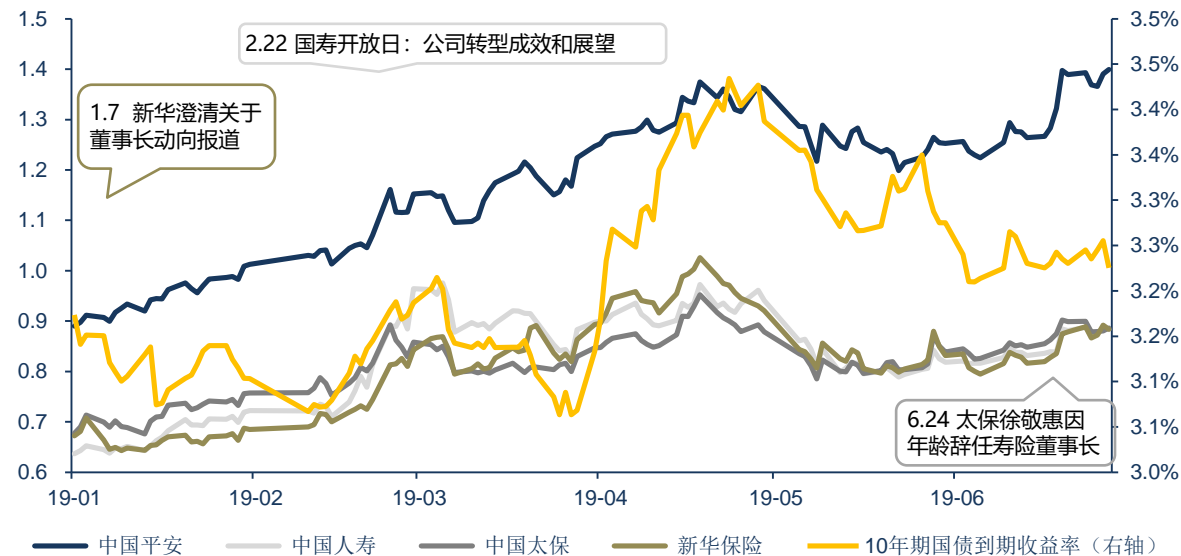
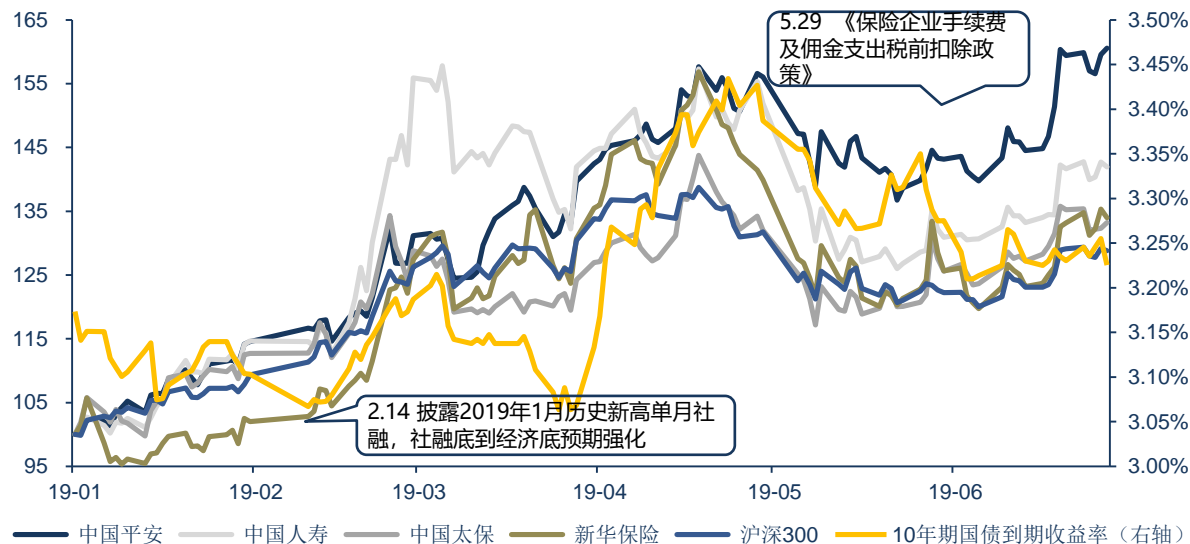
关注社融增速企稳对保险股估值的拉动作用



复盘1H19，知往鉴今，关注社融增速及长端利率恢复

➤ 我们预计2023年与2019年初市场演绎阶段有相似之处，在市场情绪和估值极度低迷环境下，经济复苏预期带动权益市场上行&长端利率底部企稳

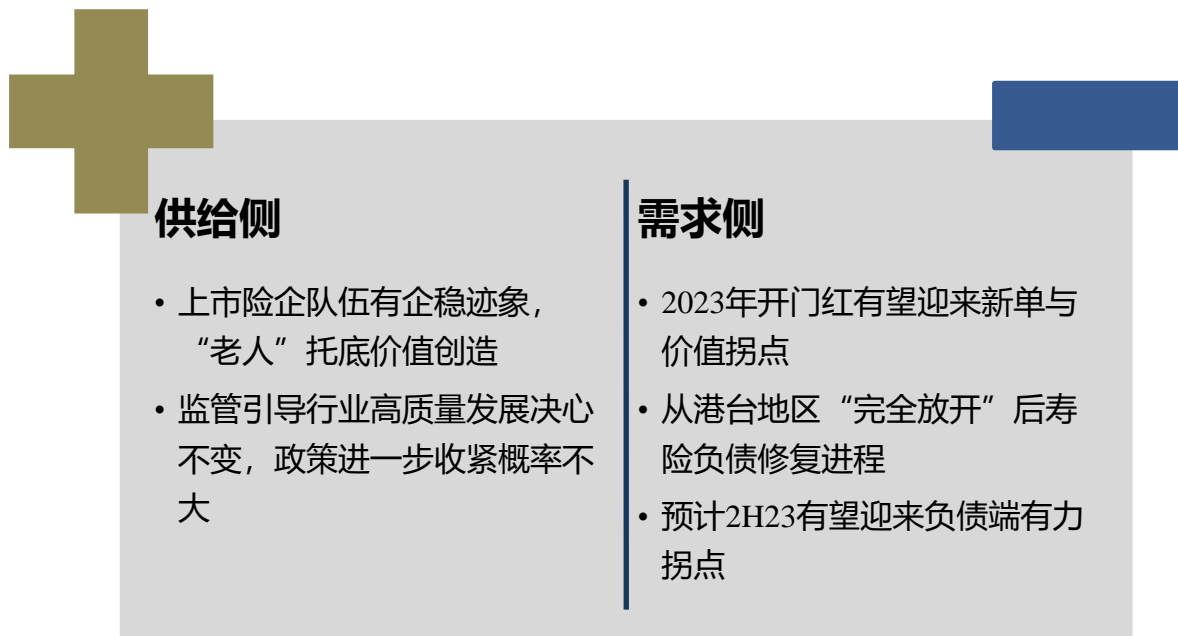
- 当前为疫情放开后经济复苏预期，2019年初为中美贸易战暂告段落社融增速大超预期。从社融底到经济底，长端利率筑底回升。
- 纯寿险公司领涨，2018年寿险新单低基数下市场对2019年全年复苏格局预期较强。
- 复盘近三年，在寿险基本面孱弱，券商带动保险上涨阶段，保险业绩和估值同样受益



第三章：寿险曙光初破晓

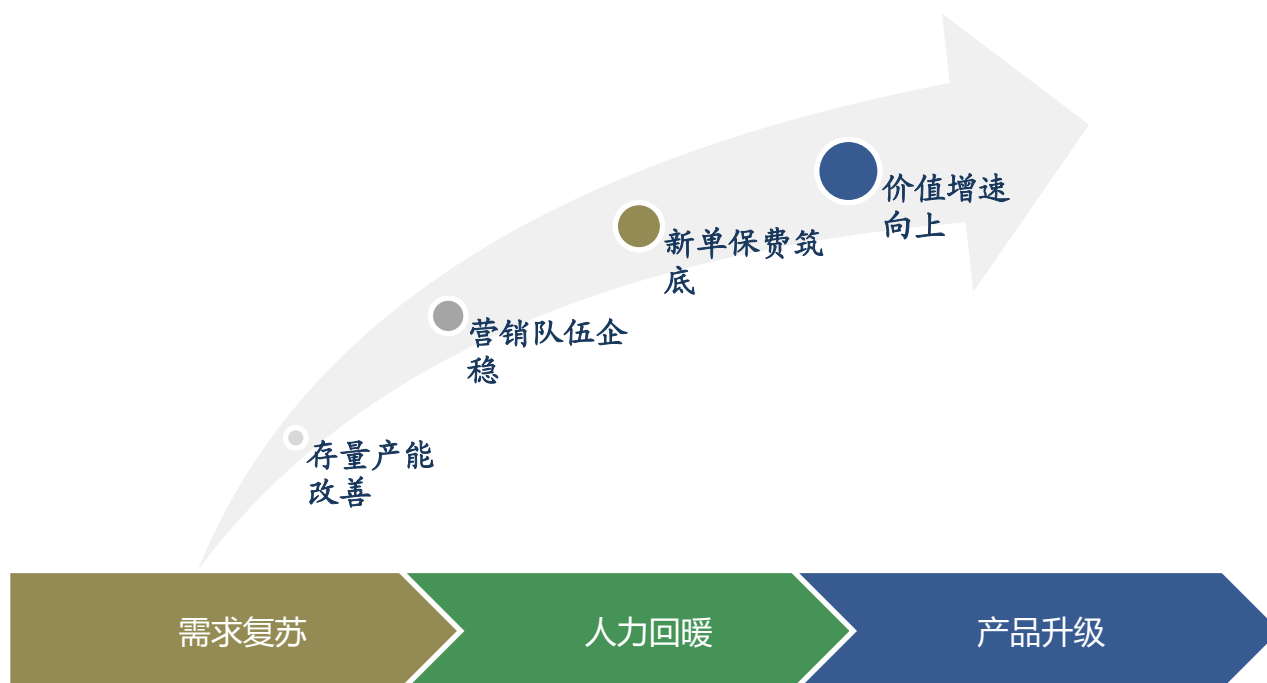
➤ 2023年有望迎来新冠疫情后寿险业的复苏过渡年

- 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。屋漏偏逢连夜雨，2020年新冠肺炎疫情持续蔓延，进一步加剧了行业困境持续时间和力度。
- 当前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。



- 我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品
 - 当前处于负债端“L型底部”，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。
- 寿险股隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，较低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性

当前处于寿险业新单和队伍的“L型底部”



➤ 竞品收益率逐步下滑，提升开门红储蓄型业务吸引力

- 2022年9月15日，大型商业银行各期限存款利率均有不同程度下降。这是2015年10月以来首次下调存款利率水平，体现了利率中枢下移的趋势。

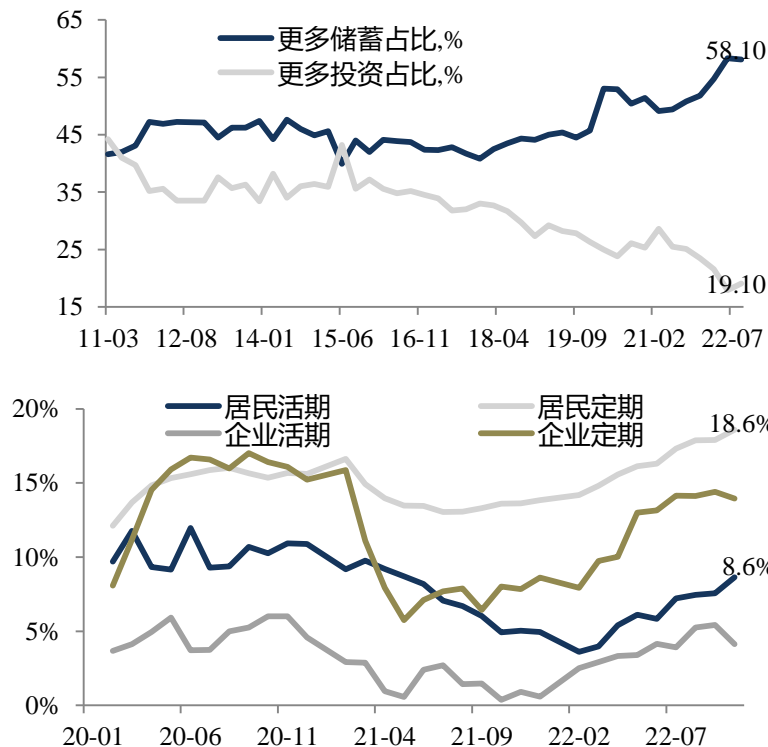
➤ 居民防御性储蓄意愿不断提升

- 人民银行3Q22城镇储户调查问卷结果显示，倾向于更多储蓄的居民占58.1%，较去年同期增长7.3个pct.，2022年前十月居民活期和定期存款增速分别为8.6%和18.6%，居民防御性存款意愿增强，也为增额终身寿险等开门红产品的销售奠定基础。

中国工商银行各期限存款利率（单位：%）

指标名称	活期存款	定期3月	定期6月	定期1年 (整存整取)	定期2年 (整存整取)	定期3年 (整存整取)	定期5年 (整存整取)
2012-06-08	0.44	3.10	3.30	3.50	4.10	4.65	5.10
2012-07-06	0.35	2.85	3.05	3.25	3.75	4.25	4.75
2014-11-22	0.35	2.60	2.80	3.00	3.50	4.00	4.25
2015-03-01	0.35	2.35	2.55	2.75	3.25	3.75	4.00
2015-05-11	0.35	2.10	2.30	2.50	3.00	3.50	3.75
2015-06-28	0.35	1.85	2.05	2.25	2.75	3.25	3.35
2015-08-26	0.35	1.60	1.80	2.00	2.50	3.00	3.05
2015-10-24	0.30	1.35	1.55	1.75	2.25	2.75	2.75
2022-09-15	0.25	1.25	1.45	1.65	2.15	2.60	2.65

居民储蓄意愿较强，奠定增额终身寿险的销售基础



2023年开门红前瞻：形态基本一致，主险IRR提高

外部销售环境回暖托底新单表现，产品没有实质性差异

- 以平安寿险为例，主要差异在于2023年开门红缴费方式可3年或5年缴，御享财富养老可趸交，产品主险IRR也略高于2022年开门红产品。

上市险企2022年与2023年开门红产品比对

公司名称	中国人寿	中国人寿	平安寿险	平安寿险	平安寿险	太保寿险	新华保险	新华保险	友邦人寿	友邦人寿
产品名称	鑫耀宏图	鑫享未来	盛世金越	御享财富养老	平安御享财富	长相伴盛世版	鑫荣耀	惠金享	充裕人生	如意悠享
产品类型	年金保险	两全	终身寿险	年金保险	年金保险	终身寿险	终身寿险	年金保险	年金保险	重疾险
定价利率	传统	传统	传统	传统	传统	传统	传统	传统	传统	传统
缴费方式	趸交/3年/5年	趸交/3年/5年	趸交/3年/5年	趸交/3年/5年	3年/5年	趸交/3/5/10/20年交	趸交/3/5/10/15/20年	趸交/3年/5年	3年/6年/10年	19年/10年
保险期间	8年	8年/10年	终身	10年	8年	终身	终身	8年/10年/15年	20年/25年	终身
附加账户	鑫尊宝庆典版、鑫尊宝A款和C款	鑫尊宝A款和C款、鑫尊宝乐鑫版	-	聚财宝终寿(万能)、聚财宝养老(万能)	聚财宝终寿(万能)			金利优享终身寿险(万能型)	增利宝2020终身寿(万能型)	-
产品卖点	3年交，8年满，配置4.6%-5%万能账户	转换年金权	保单贷款、双被保险人	保单贷款，部分支取，搭配万能账户	保单贷款，部分支取，搭配万能账户	保额递增比例方面，约定了常规的3.5%	保单贷款，支持减保	搭配万能账户	AB款年金搭配万能账户	荣耀版、A版两版，健康告知仅3条。无需体检，28种重症3种轻症
IRR(主险)	1.96%	1.94%	3.10%	1.77%	1.82%				2.98%	-
万能账户保底收益率	2.50%	2.50%	-	1.75%	1.75%	2.50%		2.50%	2.00%	-
万能险账户演示收益率			-	5%	5%	5%		4.50%	2%/4.5%/6%	-

- **长痛不如短痛，短期放开对部分寿险公司的负债端压力较大，但信心正在逐渐恢复**
 - 一方面，部分代理人处于感染病程中，再无精力维护和开拓业务；另一方面，从客户自身角度，也处于感染的焦虑状态抑或是极力避开第一波感染高峰期，无暇顾及投保事宜。
 - 随着感染人群陆续进入康复新阶段，在相对确定的前景影响之下，信心正在逐渐恢复。2023年业务节奏有望预测：“年初负增长压力延续——年中低基数轻装上阵——下半年明确拐点”。
 - 从保险公司全年营销活动节奏来看，重要业务时点包括：年初开门红——四五联动——年中冲刺——七八扩军——九十双飞——备战来年开门红。我们预计不排除各险企会拉长2023年开门红战线至一季度末，下半年业务增速有望迎来明确拐点。

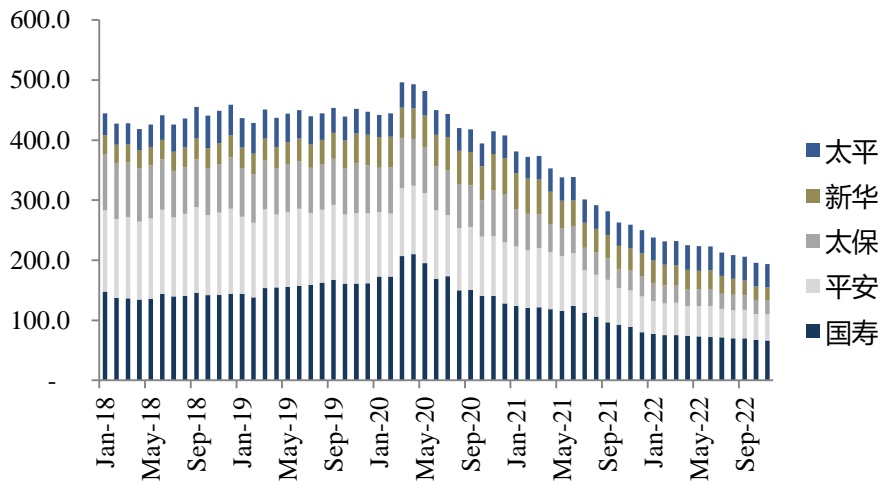
寿险公司全年重要业务时点



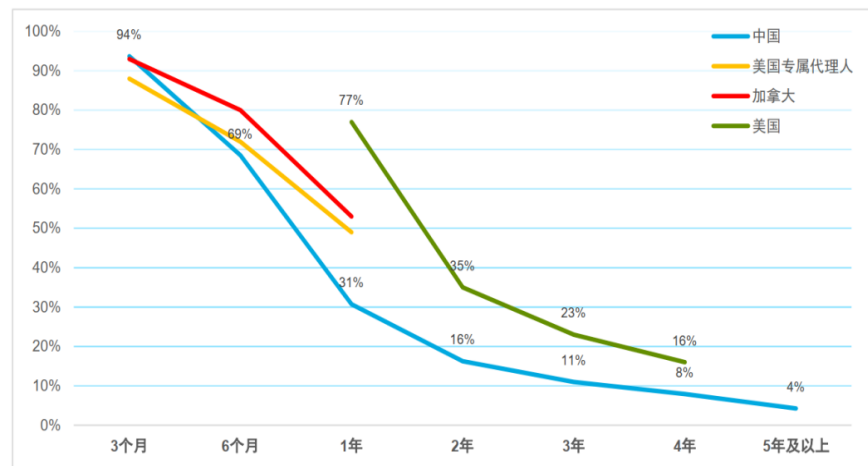
➤ 4Q22以来上市险企队伍有企稳迹象，预计队伍降幅有望逐步收窄，主要系：

- 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，随着各家头部公司基本法不断优化，**优质新人增员入口有所打开；**
- 《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（单位：万人）



中美加保险市场队伍留存率水平对比



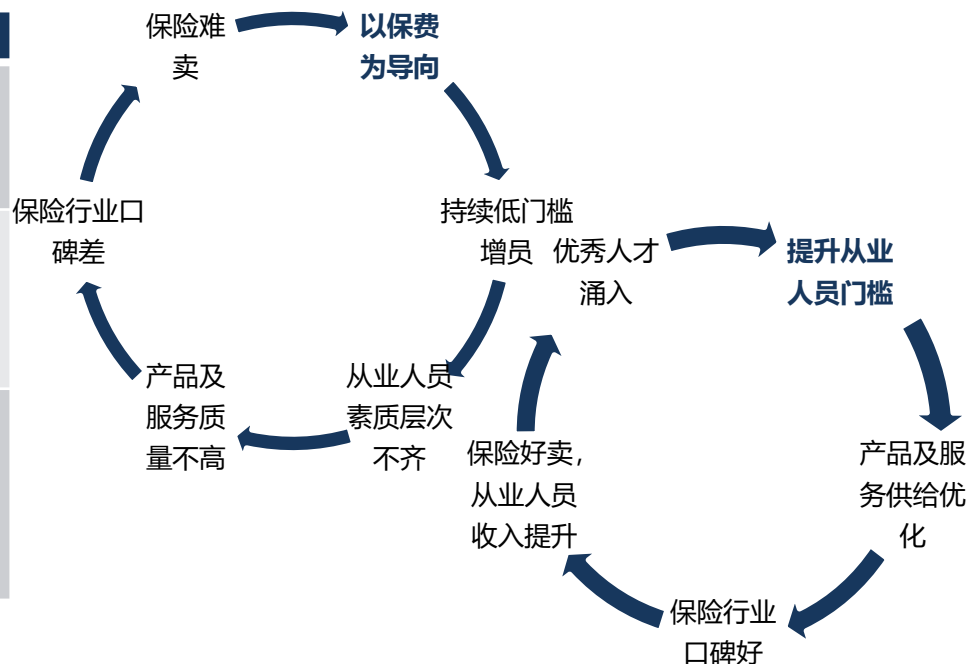
➤ 队伍发展：“优增”一条路，“内耗”仅徒劳

- 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&加大考核力度下，“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

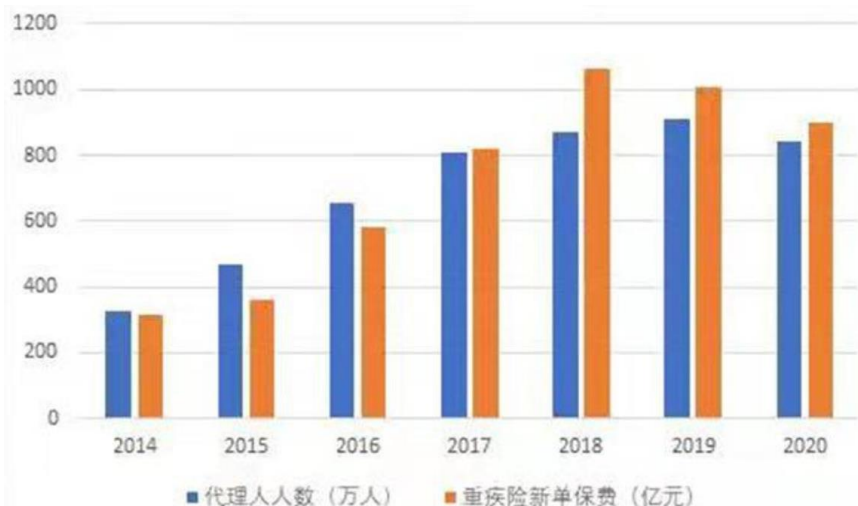
公司	主要举措
泰康	公司正在制定未来5年发展的计划和纲要，目标就是让泰康人寿成为中国保险市场上拥有最大绩优队伍和最大高端客户规模的创新型寿险企业。未来5年，高端客户要突破30万人，绩优队伍要突破10万人，健康财富规划师（HWP）要达到2.5万人。
平安	1Q22末，大专及以上学历代理人占比同比上升 3.5 个百分点。公司实施“优+”增员升级，以优增优，严控入口，逐步提升优质新人占比；同时通过培训升级、政策支持和组织保障，提高新人队伍收入。未来，平安寿险将持续推动数字营业部改革试点，在确保质量的前提下逐步深化推广
太保	公司持续深化转型，年初全面启动实施“长航行动”一期工程，打造“三化五最”的职业营销，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

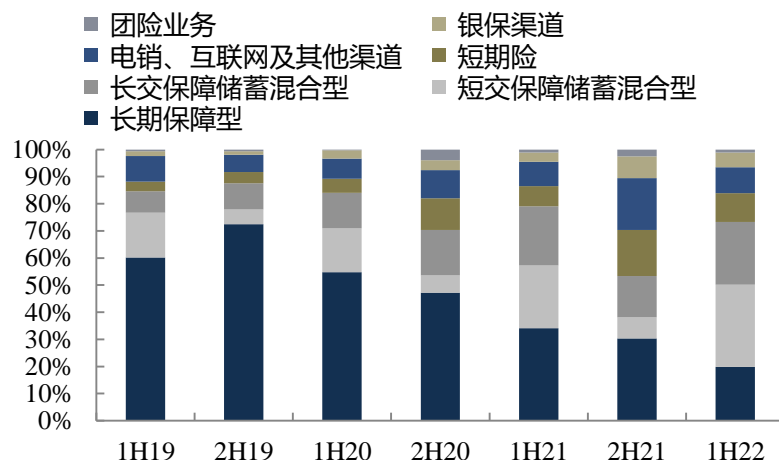


- 近年来重疾险新单增速持续下降，我们预计2022年上市险企价值构成更为多元化，重疾险占比或将下滑至1/3
 - 由于重疾险依赖营销员一对一讲解“创造”需求且复购水平较低，与新增队伍数量关联度较高。重疾险新单销售复苏“短期看队伍增员、中期看居民收入、长期看产品升级”。
 - 居民消费增速回暖仍需观察。重疾险保费具有一定可选消费属性，2021年以来居民可支配收入增速受疫情冲击出现明显波动，2022年5月当月除汽车以外的消费品零售额同比下滑5.6%
 - 百万医疗和惠民保的快速发展降低了投保人对重疾医疗费用功能需求。同时，此前主流的终身寿险+提前给付重疾满足投保人对于“返本”需求，轻量产品模块化仍在探索中。

近年来重疾险新单增速持续下降



平安寿险及健康险长期保障型业务贡献逐年下滑



➤ 中国台湾地区2022年4月开始全面放开，首年保费个人伤害与健康险于2022年8月起较去年同期增长显著，投资型保险较去年同期持续下行

- 个人伤害与健康险8月同比出现转正。主要受益于“全面放开”后实体经济活力逐渐恢复，民众收入逐渐上升，而个人伤害与健康险更具有非刚性的消费品属性，需求的收入弹性更大。
- 个人寿险2022年6月首年保费同比上涨39.48%，主要受益于线上视频投保渠道的推广和美国升息带动美元利变寿险商品的销售；个人寿险8、9和10月首年保费同比下跌9.97%、35.61%和34.37%，主要因为虽然美联储加息，但险企对宣告利率调升的态度趋于谨慎，与民众预期不符，导致业绩成长放缓。投资型保险2022年4月起各月首年保费同比均显著下降，主要由于资本市场波动回调以及新台币兑美元贬值，保户对投资态度转趋保守；同时为平衡商品结构，部分寿险公司将销售策略改以传统型保险商品为主，减少投资型保险销售。

中国台湾地区“全面放开”后新冠新增确诊病例数与地铁日均客流量呈负相关，地铁日均客流量呈回暖趋势



个人伤害与健康险于2022年8月起较2021年同期显著回升

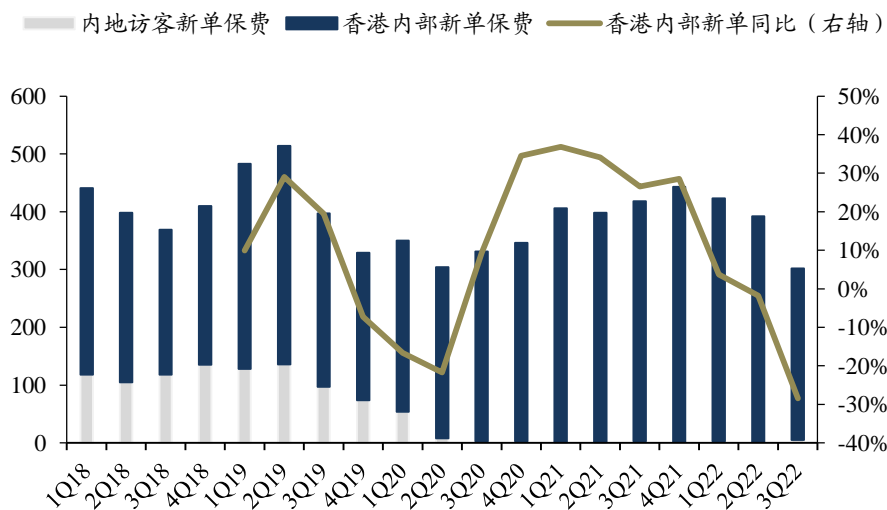
中国台湾地区逐月首年保费单月同比增速

时间	个人年金	个人伤害、健康	个人寿险	投资型保险
Jan-22	-30.50%	-30.21%	38.84%	-53.29%
Feb-22	-63.58%	-23.64%	20.27%	-63.79%
Mar-22	-73.50%	-10.99%	26.53%	-50.26%
Apr-22	-78.14%	-17.77%	17.36%	-30.20%
May-22	-79.19%	-17.21%	6.93%	-38.55%
Jun-22	-65.24%	-13.26%	39.48%	-32.44%
Jul-22	-73.59%	-24.82%	7.33%	-60.11%
Aug-22	-76.60%	36.06%	-9.97%	-53.86%
Sep-22	-82.03%	33.33%	-35.61%	-55.07%
Oct-22	-68.47%	26.12%	-34.37%	-59.31%

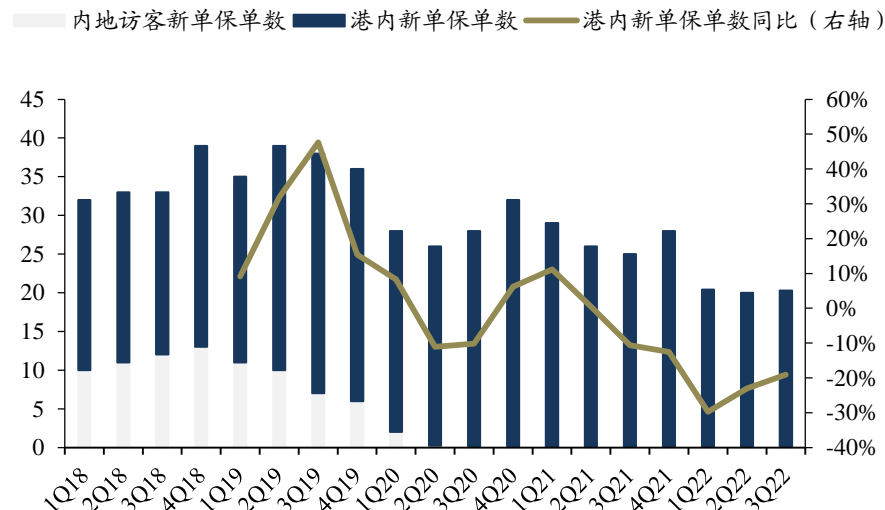
疫情放开影响分析——以中国香港为例

- 香港疫情管控逐步放开后，2022年第三季度港内新单保费同比降幅走阔至28%，新单保单数降幅19%；内地访客新单自2020年受疫情影响跌入谷底，香港内地保单为主体贡献
 - 香港作为开放的经济体，经济情况很大程度上取决于外围环境，本地放开对经济的拉动作用有限。（GDP连续三个季度收缩，工商服务业旅游业修复缓慢，恶化的全球经济拖累外贸）
 - 疫情放开初期，居民对于必需消费品支出增加，可选消费品需求复苏递延。

香港新单保费构成及港内新单保费同比（单位：亿港元）



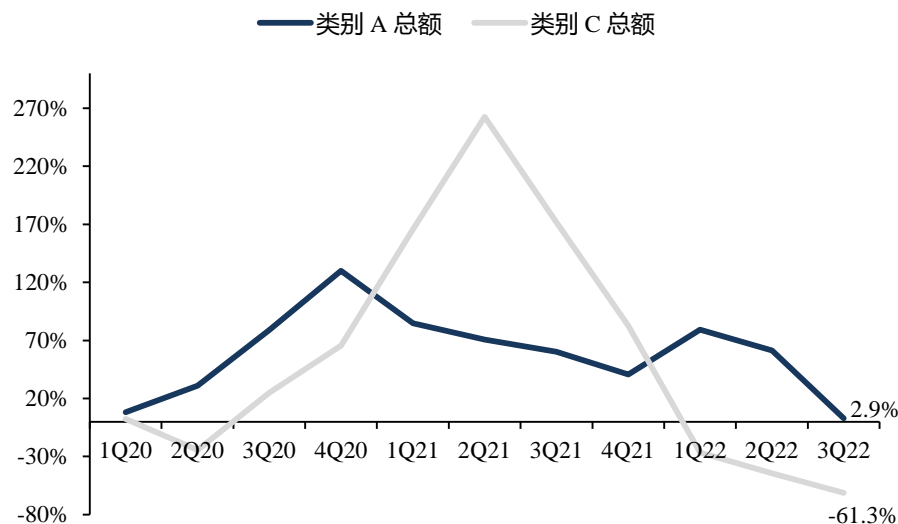
香港新单保单数构成及港内新单保单数同比（单位：万张）



- 香港疫情管控逐步放开后，趸交期缴多数险种新单保费数据尚未出现边际改善。
 - A类（寿险及年金）趸交业务小幅正增长，期缴同比降幅持续加大。
 - C类（主要为长期投连险）趸交期缴业务新单保费同比降幅均扩大。
 - 永久健康业务新单保费实现同比正增长。

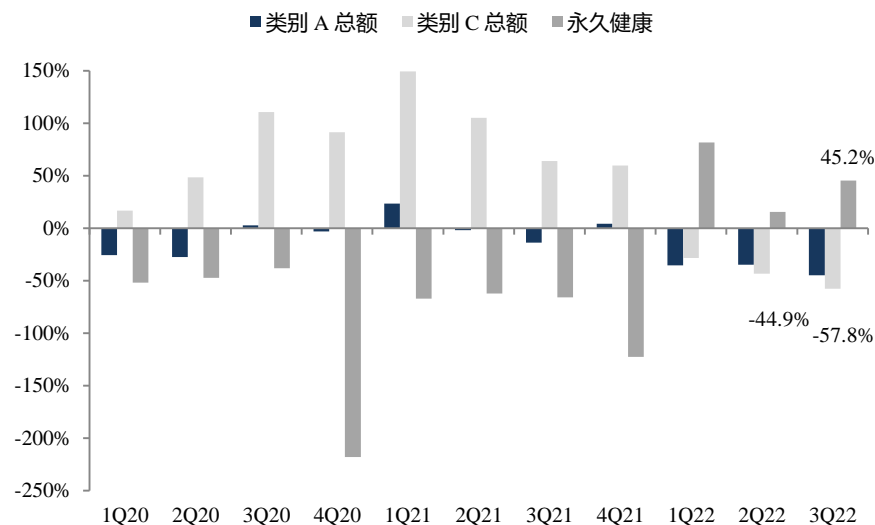
各险种单月新单保费同比增速

Single Premiums Receivable in Revenue Account in the Period



各险种单月新单保费同比增速

Annualized Premiums



➤ 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年各监管部门下发的包括《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。

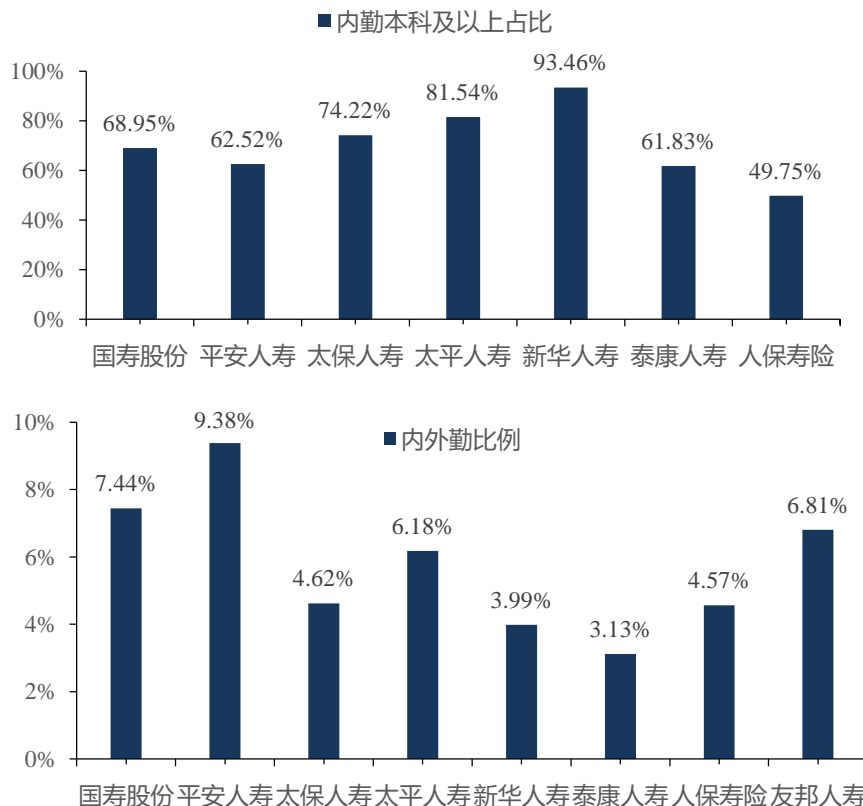
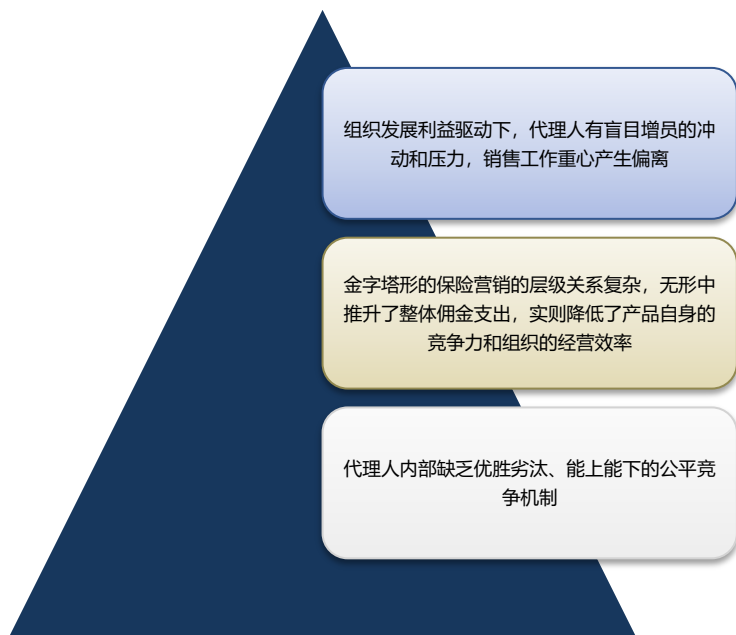
➤ 2022年4月《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》第二次征求意见稿有边际放松迹象，重塑保险销售管理体系，但明显反映出已听取基层反馈和营销实务

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

- 此前监管提出营销员存在“队伍长期存在大进大出、素质参差不齐、保险专业服务能力不足、社会形象较差”等问题。
- 在规范制度设计基础上，探索服务长期性与创新性。

2020年末头部寿险公司内勤职工本科及以上占比及内外勤职工比例

基本法下队伍金字塔结构的劣势



- **监管着重强调终身寿险产品关注，核心在于防范产品激进定价导致的利差损风险。**
 - 1) 增额比例超过产品定价利率；
 - 2) 利润测试的投资收益假设超过公司近5年平均投资收益率水平；
 - 3) 产品定价的附加费用率假设明显低于实际销售费用等
- **规范增额终身寿险竞争乱象，利好头部险企稳健经营。**

某被点名头部寿险公司《终身寿险 A 款（万能型）》保险产品示意：
一次性交纳保险费 10 万元全部进入保险合同账户，在未追加保费和部分领取的情况下，保险利益演示如下

单位：人民币元

保单年度末	已达年龄	保险费		计入万能保单账户的价值	保险合同账户价值			身故保险金			现金价值		
		趸交保险费	累计已交保险费		低等结算利率 (2.0%)	中等结算利率 (2.8%)	高等结算利率 (3.5%)	低等结算利率 (2.0%)	中等结算利率 (2.8%)	高等结算利率 (3.5%)	低等结算利率 (2.0%)	中等结算利率 (2.8%)	高等结算利率 (3.5%)
1	31	100,000	100,000	100,000	102,000	102,800	103,500	107,100	107,940	108,675	100,470	101,258	101,948
2	32		100,000		104,040	105,678	107,123	104,040	105,678	107,123	104,040	105,678	107,123
3	33		100,000		106,121	108,637	110,872	106,121	108,637	110,872	106,121	108,637	110,872
4	34		100,000		108,243	111,679	114,752	108,243	111,679	114,752	108,243	111,679	114,752
5	35		100,000		110,408	114,806	118,769	110,408	114,806	118,769	110,408	114,806	118,769
6	36		100,000		112,616	118,021	122,926	112,616	118,021	122,926	112,616	118,021	122,926
7	37		100,000		114,869	121,325	127,228	114,869	121,325	127,228	114,869	121,325	127,228
8	38		100,000		117,166	124,723	131,681	117,166	124,723	131,681	117,166	124,723	131,681
9	39		100,000		119,509	128,215	136,290	119,509	128,215	136,290	119,509	128,215	136,290
10	40		100,000		121,899	131,805	141,060	121,899	131,805	141,060	121,899	131,805	141,060
15	45		100,000		134,587	151,320	167,535	134,587	151,320	167,535	134,587	151,320	167,535
20	50		100,000		148,595	173,725	198,979	148,595	173,725	198,979	148,595	173,725	198,979
25	55		100,000		164,061	199,447	236,324	164,061	199,447	236,324	164,061	199,447	236,324
30	60		100,000		181,136	228,978	280,679	181,136	228,978	280,679	181,136	228,978	280,679
35	65		100,000		199,989	262,881	333,359	199,989	262,881	333,359	199,989	262,881	333,359
40	70		100,000		220,804	301,804	395,926	220,804	301,804	395,926	220,804	301,804	395,926

投资建议：推荐中国平安、中国太保和中国人寿

- **中国平安隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，较低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性。公司寿险改革有序推进，标识焕新不改初心。**
 - 公司招“才”季人才招聘计划收获初步成效，“三好五星”评价体系依托数字化工具，围绕“业绩好、质量好、行为好”三大维度，以“行为好支撑质量好，质量好驱动业绩好”为内在逻辑，引导队伍形成“留存提升→质态改善→收入增加→吸引优增”的正反馈机制。
 - 公司将现有品牌标识中的标语“金融科技”升级为“专业价值”，体现初心不改和为股东、客户、员工及社会大众创造长期的利益及价值的追求。
 - 公司以医疗健康打造价值增长新引擎，创新推出中国版“管理式医疗模式”，为个人及团体客户提供“省心、省时、又省钱”的一站式医疗健康服务，赋能金融主业。截至2022年9月末，在平安近2.28亿个人客户中，有超64%的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务。
- 预计公司2022年至2024年归母营运利润增速为3.4%、3.0%和8.2%，NBV增速分别为-17.3%、3.4%和12.3%，2023年起寿险改革红利有望逐步释放。采用分部估值法对中国平安进行估值，给予0.76倍集团P/EV目标估值，维持“买入”评级。
- 风险提示：地产敞口风险爆发，疫后复苏低于预期

中国平安盈利预测与估值（截至2023年1月4日）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司营运利润（百万元）	139,470	147,961	152,923	157,523	170,432
同比	4.9%	6.1%	3.4%	3.0%	8.2%
新业务价值（百万元）	49,575	37,898	31,346	32,422	36,407
同比	-34.7%	-23.6%	-17.3%	3.4%	12.3%
每股内含价值（元/股）	72.65	76.34	80.14	86.87	94.52
P/EV（现价&最新股本摊薄）	0.67	0.64	0.61	0.56	0.51

- **2022年三季报公司披露更多关注长航转型细节，给予市场期待信心。**
 - 新业务价值增速3Q22由负转正，曙光似现，队伍规模逐步企稳，核心人力占比同比大幅提升。队伍举绩率逐季提升，3Q22同比提升4.8pct.，3Q22人均FYC同比提升61.3%，核心人力人均收入接近每月10,000元，超过平均社保工资43%。
 - 优增优育初见成效，新增人力主要来自个体工商户和私营企业，民营企业和外资白领、公务员和事业单位，队伍留存率大幅提升，3Q22同比提升15.7pct.，主要得益于公司上下统一思想，坚定转型发展，持续深化长航转型驱动发展模式转变，职业营销、服务式营销、价值银保、“产品+服务”体系等项目集有序落地。
- 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。我们预计公司2022年至2024年归母净利润分别为221、321和340亿元，同比增速为-18%、46%和6%，当前股价对应2022年至2024年P/EV分别为0.45、0.41、0.38倍，考虑到估值性价比，维持买入评级。
- 风险提示：领导换届不确定性，芯基本法实施成效低于预期，疫后复苏低于预期

中国太保盈利预测与估值（截至2023年1月4日）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归属于母公司的净利润（百万元）	24584	26834	22051	32129	33976
同比增长率（%）	-11	9	-18	46	6
新业务价值	17841	13412	8823	9620	10684
新业务价值增长率（%）	-27	-25	-34	9	11
EVPS	47.7	51.8	54.8	60.4	64.9
P/EV	0.52	0.48	0.45	0.41	0.38

➤ 新一届领导班子最先亮相市场，稳定军心上下戮力

- 董事长白涛总和总裁赵鹏作为“老国寿”体系内领导，熟悉业务、熟悉公司、熟悉行业。2022年是鼎新改革的第三年，公司已达到“一年打基础、两年搭框架、三年见成效”的目标。下一步将持续深化改革，重点围绕营销体系改革、向数字化转型、综合化经营、产品服务的模式创新、提升风险防控能力等继续加大改革力度。
- 2022年三季末中国人寿改革发展研讨会召开，董事长白涛作《创新驱动发展变革赢得未来》总结发言，看好公司在新一届领导班子带领下继续领先同业。

➤ 队伍质态延续优化，价值增速显著优于同业，2023年优势有望延续。

- 公司坚持有效队伍驱动业务发展，提出“稳中固量、稳中求效”队伍发展策略。1H22公司个险产能及个险月人均NBV同比分别保持61%和35%的增长，新增入口有打开迹象。公司2023年开门红表现显著优于同业，预计1Q23新单和价值保持两位数增长，显著优于同业。
- 我们预计公司2022-24年归母净利润分别为376、555和606亿元，同比增速-26.1%、47.5%和9.2%，目标P/EV修复至0.9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：权益市场大幅波动向下，疫后复苏低于预期

中国人寿盈利预测与估值（截至2023年1月4日）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	824961	858505	873764	946883	1005854
营业收入增长率(%)	10.71	4.07	1.8	8.4	6.2
归母净利润(百万)	50268	50921	37648	55521	60628
归母净利润增长率(%)	-13.76	1.3	-26.1	47.5	9.2
每股内含价值	37.9	42.6	45.9	50.0	54.2
P/EV	0.99	0.89	0.83	0.76	0.71

- **寿险股：隐含疫情防控和经济复苏的正向期权属性，极低的估值水平给予安全垫，边际向好的内外部环境赋予估值弹性**
 - 我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。随着疫情防控情势不断修复向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效。推荐中国平安、中国太保和中国人寿
- **财险股：检验竞争格局与龙头成色的关键年，2023年业绩增速或前高后低**
 - 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。出行密度恢复的时间差内，车险出险率仍将维持低位。预计2Q23社会出行率将逐步恢复到放开前水平，2H23社会出行率逐步恢复到疫情前水平。车险竞争格局的持续改善，非车业务恢复增长以及投资利润贡献好转仍对头部险企业绩改善提供支撑。

表：上市险企估值表（以2023年1月4日股价计）

代码	EVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	48.53	76.34	80.14	86.87	94.52	中国平安	0.64	0.61	0.56	0.51
601628.SH	中国人寿	37.73	42.56	45.9	50.0	54.2	中国人寿	0.89	0.83	0.76	0.71
601601.SH	中国太保	24.71	51.80	54.8	60.4	64.9	中国太保	0.48	0.45	0.41	0.38
601336.SH	新华保险	31.22	82.96	84.63	91.75	99.37	新华保险	0.38	0.37	0.34	0.31
代码	EPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	48.53	5.56	6.35	8.24	9.17	中国平安	8.73	7.64	5.89	5.29
601628.SH	中国人寿	37.73	1.80	1.31	1.98	2.20	中国人寿	20.94	28.75	19.04	17.19
601601.SH	中国太保	24.71	2.79	2.29	3.36	3.58	中国太保	8.86	10.78	7.35	6.91
601336.SH	新华保险	31.22	4.79	2.64	4.05	4.44	新华保险	6.52	11.81	7.71	7.03
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	48.53	44.44	47.14	51.88	57.44	中国平安	1.09	1.03	0.94	0.84
601628.SH	中国人寿	37.73	16.93	17.72	19.36	20.99	中国人寿	2.23	2.13	1.95	1.80
601601.SH	中国太保	24.71	23.57	25.01	27.64	30.04	中国太保	1.05	0.99	0.89	0.82
601336.SH	新华保险	31.22	34.77	34.08	37.58	41.06	新华保险	0.90	0.92	0.83	0.76
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	7.55	9.12	9.99	10.96	12.02	中国财险	0.74	0.67	0.61	0.56

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=0.8909元人民币汇率计算，数据更新至2023年1月4日，上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所，均为已覆盖标的。

- 1) 疫情扩散超市场预期。前文提到“疫情防控形势边际向好，寿险板块有望迎来戴维斯双击，而短期资产端的逻辑弹性更强，长期负债端弹性则考验头部险企寿险转型成效”。若疫情防控优化进程低于预期，持续的社交距离的限制或将使得传统营销队伍步入保障型业务销售受阻——队伍收入下滑——新增入口受限——新单回落的负向循环影响。同时新冠肺炎疫情变异毒株反复也将拖累资产端权益市场表现和长端利率水平，进而拖累寿险公司估值水平和投资收益。
- 2) 宏观经济复苏低于预期。若放开后，宏观经济持续无法恢复至疫情前，甚至是放开前的平均水平，则对长端利率和权益市场产生较大压制，拖累寿险板块估值。
- 3) 寿险业转型持续低于预期。近年来头部寿险公司积极实施寿险转型。若出现存量队伍质态优化不及预期，新增优增队伍入口迟迟无法打开局面，进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷。

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